

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 08 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر

فرع علميالية

تخصصيالية المؤسسات

الموضوع:

دور سوق الأسهم في تفعيل حوكمة الشركات المدرجة فيها
-دراسة حالة بورصة الجزائر-

تحت إشرافالأستاذ:

بن جدو عبد السلام

من إعداد الطالبتان:

- حزام نوال

-بابوري كريمة

السنة الجامعية: 2013-2014

شكر وتقدير

الحمد لله الذي بفضله تم إنجاز هذا العمل

نتقدم بجزيل الشكر وأسماه عبارات التقدير والعرفان

إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل المنوَّاع حثه

ولو بالكلمة الطيبة.

ونخص بالشكر الأستاذ المشرف "عبد السلام بن جبو"

الذي حرصنا بأعزائه العلمية ونوجبه أئنه القيمة ونحمل معنا مشاق البحث العلمي

إلى آخر لحظة، فما عسانا إلا أن نتقدم بالشكر وعظيم الامتنان والتقدير


له على تفضله قبول الإشراف على هذه المهمة، فقد لمسنا منه الرعاية وحسن

التوجيه وما قدمه لنا من علم غزير وخلق كريم سائلين المولى العلي التقدير أن يزيه

عنا خير الجزاء وأن يبارك له في وقته وجهته.

كما نتقدم بفائق التقدير والشكر لكل أسانديننا الكرام.

المختصرات	الدلالة
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية
BM	La Banque Mondial البنك الدولي
CMPC	coût moyen pondéré du capital التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
MEDAF	le modèle dévaluation des actifs نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
Rf	taux sans risque عائد خالي من المخاطرة
Rm	taux avec prime de risque عائد محفظة السوق
FCF	Flux de trésorerie التدفق النقدي الحر
COSOB	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
SGBV	Société de Gestion de la Bourse des Valeur شركة تسيير بورصة القيم
IOB	Intermédiaires en Opérations de Bourse وسطاء العمليات في البورصة

A graphic of a scroll with a white background and a black outline. The scroll is partially unrolled, with the top and bottom edges showing a greyish-brown texture. The word 'الفهرس' is written in the center in a bold, black, stylized Arabic font.

الفهرس

الفهرس العام

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

المقدمة

الفصل الأول: حوكمة الشركات وسوق الأسهم

02	تمهيد
03	المبحث الأول: حوكمة الشركات
03	المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات
03	الفرع الأول: تطور ومفهوم حوكمة الشركات
06	الفرع الثاني: مبادئ حوكمة الشركات ومراحل تطبيقها
08	المطلب الثاني: محددات حوكمة الشركات، الأطراف المسؤولة عن تطبيقها وأهدافها
08	الفرع الأول: محددات حوكمة الشركات والأطراف المسؤولة عن تطبيقها
10	الفرع الثاني: أهداف حوكمة الشركات
11	المطلب الثالث: أنظمة حوكمة الشركات، آليات ومزايا تطبيقها
11	الفرع الأول: أنظمة حوكمة الشركات
13	الفرع الثاني: آليات تطبيق حوكمة الشركات
14	الفرع الثالث: مزايا تطبيق حوكمة الشركات
16	المبحث الثاني: سوق الأسهم
16	المطلب الأول: ماهية سوق الأسهم
16	الفرع الأول: مفهوم سوق الأسهم
17	الفرع الثاني: موقع سوق الأسهم من السوق التمويلية
18	الفرع الثالث: أقسام سوق الأسهم
20	المطلب الثاني: مكونات سوق الأسهم وقياسه
20	الفرع الأول: الأداة موضوع التعامل في سوق الأسهم

22	..... الفرع الثاني: المتدخلون في سوق الأسهم.....
23	..... الفرع الثالث: مؤشرات سوق الأسهم.....
24	..... المطلب الثالث: وظائف سوق الأسهم.....
24	..... الفرع الأول: إكتشاف السعر.....
25	..... الفرع الثاني: توفير السيولة.....
26	..... الفرع الثالث: وظائف أخرى لسوق الأسهم.....
28	..... خلاصة.....

الفصل الثاني: أثر سوق الأسهم على حوكمة الشركات

30	..... تمهيد.....
31	..... المبحث الأول: دور إفصاح المعلومات وسيولة السوق على كفاءة إدارة الشركة.....
31	..... المطلب الأول: أثر الوظيفة الإعلامية للسوق في ضبط سلوك الإدارة.....
31	..... الفرع الأول: دور الإفصاح في توجيه سلوك المستثمرين.....
34	..... الفرع الثاني: أثر عدم تماثل المعلومات على قيمة السهم.....
35	..... المطلب الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة وكفاءة إدارتها.....
35	..... الفرع الأول: دوافع تفضيل توزيع الأرباح وتأثيره على قيمة الشركة.....
37	..... المطلب الثالث: دور سيولة السوق في حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة الإدارة.....
37	..... الفرع الأول: أثر سيولة السوق في ضبط سلوك الإدارة.....
38	..... الفرع الثاني: شروط السيولة.....
41	..... المبحث الثاني: أثر وظيفة التسعير على حوكمة الشركات وتعرثر السوق في ذلك.....
41	..... المطلب الأول: أثر تكلفة التمويل على كفاءة الإدارة.....
41	..... الفرع الأول: تكلفة رأس المال وتأثيرها على قيمة السهم.....
44	..... الفرع الثاني: علاقة تكلفة التمويل بقيمة السهم وكفاءة الإدارة.....
46	..... المطلب الثاني: تقييم السعر العادل للأسهم ودوره على سلوك الإدارة.....
46	..... الفرع الأول: تقييم سوق الأسهم وعلاقته بقيمة الشركة.....
48	..... الفرع الثاني: أثر تقييم الشركة في توجيه سلوك الإدارة.....

50	المطلب الثالث: معوقات تعترض دور السوق في حوكمة الشركات.....
50	الفرع الأول: الإعتماد على الأرباح غير الموزعة في التمويل.....
50	الفرع الثاني: فشل آلية التصويت.....
51	الفرع الثالث: سلوك القطيع.....
51	الفرع الرابع: التحصين الإداري.....
52	خلاصة.....
الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها	
54	تمهيد.....
55	المبحث الأول: بورصة الجزائر والحوكمة في شركتي صيدال والأوراسي.....
55	المطلب الأول: التعرف ببورصة الجزائر.....
55	الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر.....
61	الفرع الثاني: العاملون في بورصة الجزائر.....
62	المطلب الثاني: تقديم الشركات المسجلة في بورصة الجزائر.....
62	الفرع الأول: تقديم عام لشركة صيدال.....
65	الفرع الثاني: تقديم عام لشركة تسيير الأوراسي.....
66	المطلب الثالث: الحوكمة في شركتي صيدال والأوراسي.....
66	الفرع الأول: الحوكمة في شركة صيدال.....
67	الفرع الثاني: الحوكمة في شركة الأوراسي.....
69	المبحث الثاني: دور بورصة الجزائر في ضبط سلوك إدارة شركتي صيدال والأوراسي.....
69	المطلب الأول: أثر الوظيفة الاعلامية على كفاءة الإدارة بشركتي صيدال والأوراسي.....
69	الفرع الأول: تقييم أداء الإدارة بشركتي صيدال والأوراسي.....
72	الفرع الثاني: أثر التوزيعات على الكفاءة الإدارية لشركتي صيدال والأوراسي.....
74	المطلب الثاني: أثر سيولة السوق في حوكمة الشركات.....
74	الفرع الأول: دراسة مؤشرات سيولة السوق.....
76	الفرع الثاني: مؤشرات سيولة الأسهم للشركتان فرادى.....

78	المطلب الثالث: تقييم الوظيفة التسعيرية وأثرها على حوكمة شركتي صيدال والأوراسي....
78	الفرع الأول: التكلفة الوسطية للتمويل.....
79	الفرع الثاني: أثر تقييم السعر العادل لأسهم شركتي صيدال والأوراسي في ضبط سلوك الإدارة.....
82	خلاصة.....
83	الخاتمة.....
	قائمة المراجع.....
	الملاحق.....

الصفحة	العنوان	الرقم
07	مبادئ حوكمة الشركات	1-1
08	المحددات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات	2-1
10	أطراف حوكمة الشركات	3-1
18	موقع سوق الأسهم من السوق التمويلية	4-1
34	العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومدى السعر	1-2
45	علاقة تكلفة التمويل بقيمة الشركة	2-2
58	عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم الجزائرية خلال الفترة (1999-2014)	1-3
60	معدلات مساهمة كل من سوق الأسهم والبنوك في تمويل الإقتصاد الجزائري خلال الفترة (1999-2012)	2-3
61	الحجم النسبي لبورصة الجزائر من إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية العربية لعام 2012	1-1
63	مراحل تطور مجمع صيدال	2-1
64	تطور رقم الأعمال لشركة صيدال خلال الفترة (2002-2012)	3-1
65	مراحل تطور فندق الأوراسي	4-1
66	تطور رقم الأعمال لشركة الأوراسي خلال الفترة (2002-2012)	7-3
72	تطور المردودية الإقتصادية والمالية لشركة صيدال خلال (2002-2012)	2-2
72	تطور المردودية الإقتصادية والمالية لشركة الأوراسي خلال (2002-2012)	1-3
73	تطور توزيعات أسهم شركة صيدال خلال (2002-2012)	2-3
73	تطور توزيعات أسهم شركة الأوراسي خلال (2002-2012)	4-1
74	تغيرات أسعار أسهم شركتي صيدال والأوراسي خلال الفترة (2002-2012)	1-2
76	قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم الجزائرية خلال الفترة (1999-2012)	2-2
78	معدل القيمة المتداولة إلى رأس المال السوقي لشركتي صيدال والأوراسي خلال الفترة (2002-2012)	1-3

80	المقارنة بين القيمة الحقيقية والسعر السوقي لأسهم شركة صيدال خلال الفترة (2010-2007)	1-3
----	---	-----

المقدمة

المقدمة:

إثر التغيرات الاقتصادية العالمية وما أفرزته من مستجدات أدت إلى لجوء الشركات للبحث عن مصادر تمويل مختلفة قصد جذب المزيد من رؤوس الأموال ما أدى إلى توسيع ملكيتها وتحويلها إلى شركات مساهمة. ولقد نجم عن كبر حجم الشركات بروز المشاكل المرتبطة بإنفصال الملكية عن الإدارة وظهور ما يعرف بمشكلة الوكالة، كما نتج عن تفتت الملكية ظهور عدد كبير من حملة الأسهم، بعضهم أو الغالبية العظمى منهم يملكون عددا قليلا من الأسهم وقلة قليلة منهم تملك عددا كبيرا من أسهم الشركة، الأمر الذي يترتب عليه ضعف قدرة الملاك على التحكم في تصرفات الإدارة. وبالتالي برزت الحاجة إلى إيجاد ضوابط وترتيبات تلزم إدارة الشركات بالعمل على تحقيق مصالح جميع المساهمين، فتعاضد الإهتمام نحو وضع قواعد ومبادئ لإدارة الشركات ومنعها من إساءة استعمال سلطاتها وحثها على حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح. وتوفير حماية أفضل للمستثمرين لتعزيز الثقة وبالتالي الإبقاء على المساهمين الحاليين وجذب مساهمين جدد لهذه الشركات.

وان كانت الملكية المركزة في عدد قليل من المساهمين لا تطرح مشكلة كبيرة للوكالة نظرا لكون المساهمين هم ذاهم من يسير الشركة، أو أنه بإمكانهم فرض رقابة لصيقة على سلوك الإدارة وبوسعهم تخفيض عدم تماثل المعلومات إلى أدنى مستوى. فإنه في حالة الملكية المشتتة بين عدد كبير من المساهمين، تأتي الحاجة إلى ضرورة فرض الانضباط الخارجي على سلوك الإدارة من خلال الأسواق ونظم الرقابة الخارجية. وإن كانت أسواق الأوراق السلع والخدمات بإمكانها معاقبة الإدارات غير الكفؤة أو غير الموفقة في تلبية حاجات المستهلكين عن طرق تخفيض حصتها من المبيعات وإخراجها من السوق. فإن أسواق رؤوس الأموال (أسواق الأسهم والسندات والبنوك) لها طريقتها هي الأخرى في معاقبة إدارات الشركات على أضرارها بمصالح أصحاب رؤوس الأموال من مساهمين ومقرضين.

ونظرا للأهمية التي أخذت تحتلها أسواق الأوراق المالية في تمويل الشركات، مقارنة بالوساطة المصرفية التي أخذ دورها ينحسر في سياق الانتقال من اقتصاديات المديونية إلى اقتصاديات الأسواق المالية، ونظرا للوظائف الاقتصادية الهامة التي تؤديها أسواق الأسهم وتعدد الأطراف المتدخلة فيها ما بين متعاملين وسلطات إشرافية رقابية، فلقد جاءت أهمية البحث دور هذه السوق في ضبط سلوك إدارة الشركات بما يخدم مصالح المساهمين. وعلى ضوء ما تقدم يمكن حصر إشكالية الدراسة ورسم معالمها الأساسية في التساؤل الجوهرى التالي:

ما أثر سوق الأسهم في ضبط وترشيد سلوك إدارة الشركات المدرجة فيها؟

تثير هذه الإشكالية العديد من الأسئلة الفرعية نوجزها فيما يلي:

- ما المقصود بحوكمة الشركات؟ وما هي سوق الأسهم؟
 - ما هي الوظائف الرئيسية لسوق الأسهم؟ وما هي الوظائف المكملة؟
 - ما هي الوسائل التي تتيحها سوق الأسهم والتي من شأنها ضبط سلوك إدارة الشركات؟
 - ما مدى نجاح سوق الأسهم الجزائرية في ترشيد سلوك إدارة شركتي صيدال والأوراسي؟
- وللإجابة على التساؤلات التي تم طرحها سابقا والإمام بالموضوع تم وضع الفرضيات التالية:
- لعل لحوكمة الشركات متطلبات ومبادئ وتدبير تقف عليها لفرض الانضباط الداخلي والخارجي على سلوكيات الإدارة.
 - يمكن أن تلعب سوق الأسهم دورا كبيرا في ضبط سلوك إدارة شركاتها وتحسين كفاءتها.
 - قد تواجه سوق الأسهم بعض المعوقات التي تحد من فعاليتها في لعب دورها على أكمل وجه.
 - سوق الأسهم الجزائرية يمكن أن تكون ناجحة وفعالة في تحسين كفاءة إدارة الشركات المدرجة فيها، كما يمكن أيضا أن تكون هامشية.

تتطلع الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي إلى تحقيق الأهداف التالية:

- تسليط الضوء على العوامل التي ساهمت في تعزيز حوكمة الشركات إلى الوجود.
 - التعريف بسوق الأسهم وإبراز دورها الإقتصادي بإعتبارها إحدى الأدوات الهامة التي تؤثر في سلوك الشركات.
 - الوقوف على بعض المعوقات التي تعترض قيام سوق الأسهم بدور فعال.
 - محاولة قياس أثر سوق الأسهم الجزائرية في ترشيد سلوك إدارة عينة من الشركات المدرجة فيها.
- إن تعدد مناهج البحث العلمي يفرضها إختلاف المشاكل أو الظواهر أو الأغراض التي يهدف البحث لتحقيقها، ولذا فقد تباينت تلك المناهج بتباين الفروع العلمية. ويعتبر المنهج الطريقة التي يسلكها الباحث في سبيل معالجة إشكالية بحثه والتحقق من صحة فرضياته للوصول إلى نتائج دقيقة وتحقيق أهداف الدراسة.
- ومن أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة والتي تعكس إشكالية الدراسة وإختبار صحة الفرضيات المذكورة أعلاه سوف يغلب إستخدام المنهج الوصفي على مختلف فصول الدراسة قصد إستيعاب الإطار النظري وفهم معالم الموضوع، مع الإعتماد على المنهج التحليلي في المباحث التي تناولت دراسة حالة الجزائر. هذا بالإضافة إلى ضرورة الإستعانة ببعض أدوات التحليل الإقتصادي الكلي كالنتائج المحلي الإجمالي وأيضا أدوات التحليل الإحصائية في حساب النسب ومعدلات التطور... وغيرها. مع الإستعانة بالتقارير الصادرة عن هيئات محلية ودولية للحصول على بيانات تتعلق بالجهاز البنكي الجزائري وواقع بورصة الجزائر.
- كما تم إنجاز البحث على ضوء البحث المكتبي من خلال مجموعة من الكتب والتي تعرضت للموضوع بصفة جزئية مباشرة أو غير مباشرة وكذا مجموعة من الأبحاث العلمية والمقالات ومواقع الانترنت قصد توسيع نطاق البحث والحصول على معلومات لا تتوفر في المكاتب.

ولمحاولة إسقاط الجزء النظري من الدراسة على الواقع التطبيقي وقع الإختيار على بورصة الجزائر بدراسة عينة من الشركات المدرجة فيها وهما شركة صيدال والأوراسي للفترة الممتدة من 2002 إلى 2012.

يعتبر موضوع دور سوق الأسهم في تفعيل حوكمة الشركات موضوع حديث، إذ لا توجد دراسات متخصصة فيه وحتى إن وجدت فهي لا تتناول سوى جوانب منه، ونذكر من بين الموضوعات المنشورة على شبكة الانترنت ما يلي:

- دراسة (صالح بن إبراهيم الشعلان) عام 2008 تحت عنوان "مدى إمكانية تطبيق الحوكمة فب الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي وهدفت إلى التعرف على مدى تطبيق شركات المساهمة للحوكمة نظرا للضرورة التي تفرضها الظروف الراهنة وكون الشركات أهم ركائز الإقتصاد الوطني. كما توصلت الدراسة إلى أن نصف الشركات موضوع الدراسة تهتم بتطبيق ومتابعة الحوكمة تنفيذا لللائحة التي أصدرتها هيئة سوق المال، في حين أن النصف الآخر من شركات المساهمة واجه معوقات في تطبيق حوكمة الشركات أهمها ضعف برامج التوجه وقلة المتخصصين وتفشي الفساد الإداري. ومن أهم العوامل التي تساهم في نجاح تطبيق الحوكمة هو تطبيق المعايير المحاسبية المتعارف عليها وإستقلالية لجان المراجعة ووجود ضمان لفعالية الرقابة على الإدارة.

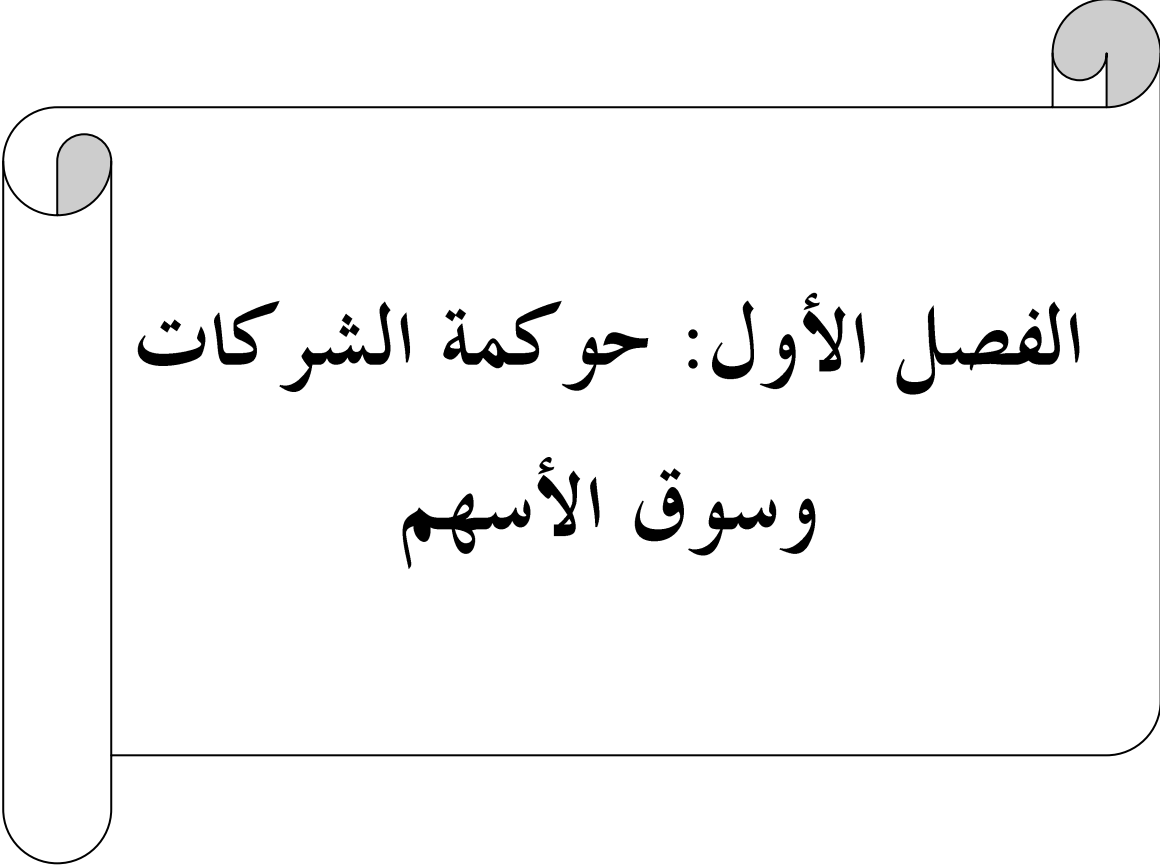
- دراسة (أحمد رجب عبد المالك) عام 2008 بعنوان "دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية" هدفت هذه الدراسة إلى توضيح علاقة حوكمة الشركات بكفاءة سوق المال ودراسة إرتباط حوكمة الشركات بالسعر العادل للسهم وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح والشفافية هي أهم المبادئ الخاصة بحوكمة الشركات والتي تؤثر على قدرة السوق للوصول إلى السعر العادل، وأن الآليات الواجب إتباعها للوصول إلى السعر العادل هي نتاج لتطبيق الشفافية.

- دراسة (عمر علي عبد الصمد) عام 2008 تحت عنوان "دور المراجعة الداخلية في تطبيق حوكمة المؤسسات" بهدف تحديد دور المراجعة الداخلية في تطبيق الحوكمة وتوصلت الدراسة إلى أن حوكمة المؤسسات تعتبر بمثابة الأداة التي تضمن كفاءة إدارة المؤسسة في إستغلالها لمواردها ودراسة المخاطر، إنطلاقا من هذه الدراسات سنحاول التركيز على خصائص سوق الأسهم ودراسة تأثيرها على الشركات بحوكمتها، وهذا ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة مع محاولة إجراء دراسة تطبيقية على بورصة الجزائر.

وبغية تحقيق الأهداف المرجوة من هذه الدراسة، وإختبار صحة الفرضيات المطروحة تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول، إثنين منها مرتبط بالجانب النظري أما الفصل الثالث سينفرد بالجانب التطبيقي من خلال عرض حالة بورصة الجزائر. فالفصل الأول نتطرق فيه إلى حوكمة الشركات وسوق الأسهم، إذ نوضح مفهوم حوكمة الشركات والعوامل التي ساعدت في ظهورها ومبادئها وأنظمتها وآلياتها وهذا من خلال المبحث الأول، أما المبحث الثاني فيتناول ماهية سوق الأسهم وموقعها من السوق التمويلية وأهميتها من خلال عرض مختلف وظائفها الإقتصادية.

في حين سوف يخصص الفصل الثاني لدراسة الدور الذي تلعبه سوق الأسهم في تفعيل حوكمة الشركات، حيث يتم في المبحث الأول دراسة دور إفصاح المعلومات وسيولة السوق على كفاءة إدارة الشركة، ثم في مبحث ثان أثر وظيفة التسعير على حوكمة الشركات وتعثر السوق من خلال إبراز المعوقات التي تعترضها. أما الفصل الثالث والأخير في هذه الدراسة فسيتناول أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها يستهل فيه التعريف ببورصة الجزائر وتقديم شركتي صيدال والأوراسي والحوكمة فيهما وهذا من خلال المبحث الأول، أما المبحث الثاني فيتم فيه دراسة أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها وهما شركتي صيدال والأوراسي.

نشير في الأخير إلى بعض الصعوبات التي واجهتنا في إنجاز هذه المذكرة من قلة المراجع بسبب الحدائة النسبية للموضوع وغياب الدراسات المتخصصة وصعوبة الحصول على المعلومات التطبيقية المساعدة في إنجاز دراسة حالة ما يجعل عملية تكوين بنك معلومات أمرا مستحيلا.



الفصل الأول: حوكمة الشركات
وسوق الأسهم

تمهيد:

إثر نشوء شركات المساهمة وما رافقها من بروز المشاكل نتيجة فصل الملكية عن الإدارة أي ما يعرف بمشكلة الوكالة، وفي ظل أعقاب سلسلة الأزمات المالية والإهيارات الإقتصادية التي عصفت بكثير من الشركات الدولية إهتزت الثقة في مدى سلامة الإدارة لدى هذه الشركات ومدى صحة نتائجها المالية المعلنة والذي كان سببه إنعدام الشفافية والإفصاح عن المعلومات.

فإزداد بذلك الإهتمام بموضوع حوكمة الشركات وحظي بأهمية بالغة في العديد من النواحي نظرا لما يضمنه من حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح والحد من المخاطر وجذب المستثمرين وتوطيد دعائم الإقتصاد.

كما يعتبر سوق الأسهم ذو أهمية كبيرة للإقتصاد والمستثمرين والشركات المصدرة للأسهم المتداولة فيه، بإعتباره المنبع الذي تتلقاه الشركات لتكوين رؤوس أموالها كمشروعات إستثمارية جديدة، ولتمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة. وسوق الأسهم قسم من السوق المالية وأحد الأسواق الهامة التي وجدت بمختلف أقسامها بهدف جذب الإستثمارات لحصول الشركات المدرجة فيها على تمويل يناسب إحتياجاتها الإستثمارية وفي ذات الوقت توفير السيولة للمدخرات الموظفة في الأجل الطويل. فسوق الأسهم يهدف إلى أن يجد المستثمر أسلوبا منظما لتوظيف أمواله ومدخراته بما يدر عليه أكبر عائد ممكن، مع إمكانية إسترداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة إن لم نقل بأكبر ربح ممكن وفي أسرع وقت.

وفي هذا الفصل سوف يتم تسليط الضوء على حوكمة الشركات ومدى مساهمتها في تحقيق أهداف الشركات والرفع من كفاءة الإدارة فيها، وكذا التعرف على مكونات سوق الأسهم ومختلف وظائفه. وذلك وفق الخطة الموالية:

❖ المبحث الأول: حوكمة الشركات.

❖ المبحث الثاني: سوق الأسهم.

المبحث الأول: حوكمة الشركات

برزت مسألة حوكمة الشركات لتحتل مكانة هامة في عقول المستثمرين والشركات والبورصات، فقد إنتقلت من الموضوع الهامشي لتصبح في قلب السوق، وظهر هذا المفهوم بقوة نتيجة للعديد من العوامل الاقتصادية والاجتماعية والتنظيمية، فجاءت أهميتها كونها أهم العمليات اللازمة لحسن عمل الشركات وتأكيد نزاهة الإدارة فيها بأسلوب عملي وعلمي يؤدي إلى توفير أطر لحماية أموال المساهمين وتعزيز النجاح والإصلاح الإقتصادي والتنظيمي وتحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة الشركة، ومن خلال هذا المبحث سيتم الوقوف على بعض الجوانب الرئيسية والمفتاحية الخاصة بحوكمة الشركات بالتطرق إلى ماهيتها، متطلباتها، أهميتها وأنظمتها.

المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات

هناك العديد من العوامل التي تطورت وساهمت في خروج مفهوم حوكمة الشركات إلى العلن، فهي كغيرها من الظواهر الاقتصادية لها مجموعة من الخصائص، المبادئ والركائز وهو ما سيتناوله هذا المطلب.

الفرع الأول: تطور ومفهوم حوكمة الشركات

سيتم هنا التطرق إلى نشأة وتطور حوكمة الشركات ومفهومها.

أولاً: نشأة وتطور مفهوم حوكمة الشركات¹

يعود لفظ الحوكمة إلى كلمة إغريقية قديمة تعبر عن قدرة ربان السفينة الإغريقية ومهارتهم في القيادة وسط الأمواج والعواصف والحفاظ على سلامة الركاب. ونتيجة للتطور الذي طرأ على شكل الشركات وكبر حجمها ظهرت نظرية الوكالة "Agency theory" التي تقضي بتفويض الأصيل عمله للوكيل، وهذا ما نتج عنه مشكلة علاقات الوكالة بين الأطراف المتعاقدة في الشركة. فقد بين كل من Means وBerl سنة 1932 أن الفصل بين الملكية والتسيير يؤدي إلى تضارب في المصالح بين المساهمين والمسيرين. كما تطرق كل من Jensen وMeckling سنة 1976 إلى الإهتمام بحوكمة الشركات وإبراز أهميتها في الحد أو التقليل من المشاكل التي قد تنشأ نتيجة الوكالة، وفي عام 1987 أصدرت لجنة Treadway* تقرير يتضمن مجموعة

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- محسن أحمد الخضيري، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2005، ص: 07.
- Ynon. Pesqueux, **le Gouvernement de l'Entreprise Comme Idéologie**, édition marketing, paris, 2000,p: 168.
- محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، ط 02، الإسكندرية، 2009، ص: 16.
- نزيه أبو العطا، حوكمة الشركات... سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، القاهرة،.جانفي 2003، من الموقع: www.cipe-arabia.org/files/html/art0811.html، بتاريخ: 2013/11/06.
- ماجد شوقي، حوكمة الشركات سهلة المنال بالنسبة للأسواق المتقدمة...صعبة المنال بالنسبة للأسواق الناشئة، نوفمبر 2002، من الموقع: <http://www.cipe-arabia.org/files/html/art0702.html>، بتاريخ: 2013/11/06.
- * - لجنة حماية التنظيمات الإدارية COSO والمعروفة بإسم لجنة تريدواي المكونة من خمسة جمعيات مهنية مقرها الولايات المتحدة الأمريكية، ومن أهمها المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين المعتمدين (AICPA).

توصيات خاصة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات وأهميتها لزيادة ثقة المستثمرين، كما أصدرت الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1999 تقريراً بهذا الشأن، وقامت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (OECD) بوضع مبادئ حوكمة الشركات في نفس السنة، كما تم إنشاء المعهد البرازيلي لحوكمة الشركات، وفي تركيا المعهد التركي لحوكمة الشركات سنة 2002. وإثر أزمة الدول الآسيوية في 1997 والإهيارات المالية لكبريات الشركات الأمريكية في نهاية سنة 2001، وكذلك الأزمة المالية العالمية في 2008 إزداد الإهتمام بحوكمة الشركات لإرساء مبادئها وتعزيزها.

وهناك العديد من الأسباب والعوامل التي ساهمت في نشأة وتطور حوكمة الشركات، أهمها:¹

- إتساع وكبر حجم الشركات وما نتج عنه من مشكلة الوكالة نتيجة فصل الملكية عن الإدارة.
- تزايد الممارسات الإدارية والمالية الخاطئة بالشركات وما تبعها من فساد مالي وإداري وظهور حالات الإحتيال والإفلاس، وكذا غياب التحديد الواضح لمسؤولية مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين أمام أصحاب المصالح.

- غياب التعديلات على التشريعات والقوانين الخاصة بتنظيم المعاملات وتعثر برامج الإصلاح الإقتصادي.
- تدني أخلاقيات الأعمال* وضعف نظم الرقابة على أداء الشركات، وكذا ضعف حماية حقوق صغار المساهمين وزيادة حدة المخاطر المالية ومخاطر الإستثمار وإرتفاع تكلفة التمويل.
- الفضائح المالية والإهيارات لكبرى الشركات الدولية وعدم إلتزامها بقوانين الشركات، فضلاً عن عدم التمسك بقواعد السلوك الأخلاقي والمهني.

ثانياً: مفهوم حوكمة الشركات

لقد تم ترجمة كلمة "Governance Corporate" إلى عدة مصطلحات مثل الإدارة الرشيدة والحوكمة المؤسسية والحاكمية أو الإجراءات الحاكمة داخل الشركة أو ضمان الثقة، ولكن يعتبر مصطلح حوكمة الشركات الأكثر شيوعاً، أما الترجمة العلمية فهي: "أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة"، ولا يوجد إتفاق على تعريف محدد فقد تعددت تعريفاتها ومنها:

تعريف البنك الدولي (BM): "هي ممارسة السلطة السياسية ورقابة إدارة الموارد المؤسسية من أجل التنمية"².

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، إتحاد المصارف العربية، لبنان، 2007، ص: 27-28.

- عطا الله وارد خليل ومحمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية، مكتبة الحرية، القاهرة، 2008، ص: 21-23.

- نجم عبود نجم، أخلاقيات الإدارة في عالم متغير، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2006، ص: 14-15.

² - عطا الله وارد خليل ومحمد عبد الفتاح العشماوي، مرجع سبق ذكره، ص: 28.

* - أخلاقيات الأعمال هي مجموعة القواعد والقيم والمعايير الأخلاقية التي تستند لها منظمات الأعمال لغرض التمييز بين ما هو صحيح وما هو خطأ، فهي الطريقة التي يتصرف بها الأفراد لضمان الإلتزام السلوكي.

"حوكمة الشركات هي الإطار الذي تمارس فيه الشركات وجودها، وترتكز الحوكمة على العلاقات فيما بين الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح وواضعي التنظيمات الحكومية، وكيفية التفاعل بين كل هذه الأطراف في الإشراف على عمليات الشركة"¹.

"حوكمة الشركات هي مجموعة الآليات والإجراءات التي تحكم قرارات إنشاء وتوزيع القيمة"².

كما تعرفها (OECD) بأنها: "مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين"³، وتعرف حوكمة الشركات بأنها "مجموعة من القوانين واللوائح والإجراءات التي تمكن إدارة الشركة من تعظيم ربحيتها وقيمتها على المدى البعيد لصالح المساهمين"⁴.

فحوكمة الشركات هي تعميق دور الرقابة ومتابعة الأداء، كما تشير بأنها: "أنظمة يتم بموجبها إدارة الشركة والرقابة عليها من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بمعايير النزاهة والشفافية"⁵.

حوكمة الشركات هي مجموعة الطرق والأساليب التي تستخدم للتعامل مع المشاكل التي قد تنشأ بين الإدارة وحملة الأسهم من جهة، وبين الأقلية من حملة الأسهم والأغلبية المسيطرة من جهة أخرى، ويتوقف استخدام هذه الأساليب على نظام الحوكمة المطبق في البلد⁶.

وحسب ما ورد ذكره يمكن القول بأن حوكمة الشركات هي مجموعة من التدابير لفرض الانضباط الداخلي والخارجي على سلوك الإدارة بما يخدم مصالح كل الأطراف المتعاملة في الشركة.

ولحوكمة الشركات جملة من الخصائص كالمشاركة عن طريق جميع الأطراف، سيادة القانون لحماية الجميع، الشفافية من خلال إتخاذ القرارات وفق اللوائح والقوانين المعمول بها وتوفير المعلومات للجميع، التجاوب مع متطلبات الأطراف والوسطية في التعامل ما يؤدي إلى التوافق والعدل، الكفاءة والفعالية بالاستغلال الأمثل للموارد المتاحة وتحقيق الغايات المرجوة، إضافة للمساءلة والمحاسبة بالإعتماد على القرارات المتخذة⁷.

¹ - مركز المشروعات الدولية الخاصة، ص 02، من الموقع: www.cipe-arabia.org، بتاريخ: 2013/11/06.

² - Pierre Vernimmen, Finance d'Entreprise, daloz, 11^{ème} édition, paris, 2013, p: 172.

³ - إبراهيم سيد أحمد، حوكمة الشركات ومسؤوليات الشركات عبر الوطنية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص: 160.

⁴ - إمام حامد آل خليفة، صناديق الإستثمار ومفهوم الحوكمة، بحوث وأوراق عمل مؤتمر حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2007، ص: 97.

⁵ - بشرى نجم عبد الله المشهداني، أهمية حوكمة الشركات في مواجهة الفساد المالي، بغداد، 2009، ص: 04، من الموقع:

<http://www.nezaha.org>، بتاريخ: 2013/11/06.

⁶ - عبد الرزاق ملاوي لخضر ومحمد علجية، الحوكمة كمدخل للرقابة والمساءلة في البنوك التجارية، مداخلة في المنتدى الوطني حول الإصلاح المصرفي في الجزائر في ظل التطورات العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، يومي 03-04 أكتوبر 2009، ص: 04.

⁷ - أحسن عثمانى وسعاد شعابنية، النظام المالي المحاسبي كأحد متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، مداخلة في المنتدى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 06-07 ماي 2012، ص: 05-06.

من جهة أخرى لقد أثبتت العديد من الدراسات التي قام بها العديد من باحثين أمثال: S.Roses و M.C.Jensen ، J.M.Karpoff على أنه يمكن قياس كفاءة الإدارة من عدمها، وبالتالي الاستدلال بحوكمة الشركات بالعديد من المؤشرات أبرزها: المبيعات ومعدل نموها، المرادوية وقيمة السهم، نتيجة الإستغلال،... الخ¹.

الفرع الثاني: مبادئ حوكمة الشركات ومراحل تطبيقها

من أجل قيام نظام حوكمة رشيدة في الشركات لا بد من مراعاة جملة من المعايير التي تعتبر العمود الفقري لتطبيق الحوكمة، إضافة إلى مراحل التطبيق الجيد لها.

أولاً: مبادئ حوكمة الشركات

وفقاً لمنظمة (OECD) التي أحدثت تعديلاً سنة 2004 يتضمن ستة مبادئ لحوكمة الشركات

وهي:

- 1- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: فيجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلا من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، والتنسيق مع أحكام القانون وتقسيم المسؤوليات فيما بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة، فيتضمن بالتالي نواحي الرقابة الداخلية والخارجية².
- 2- حفظ حقوق جميع المساهمين: وتشمل نقل ملكية الأسهم، وإختيار مجلس الإدارة والحصول على عائد في الأرباح، وكذا مراجعة القوائم المالية، إضافة إلى حق المساهمين في المشاركة الفعالة في إجتماعات الجمعية العامة³.
- 3- المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين: وتعني المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، وكذا حمايتهم من أي عمليات إستحواذ أو دمج مشكوك فيها، إضافة لحقهم في الإطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين⁴.
- 4- دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركة: تشمل إحترام حقوقهم القانونية والتعويض عن أية إنتهاكات، وحصولهم على المعلومات المطلوبة. وأصحاب المصالح هم الدائنين، الموظفين، البنوك، العملاء، الموردون والحكومة⁵.

¹ – Cherif Lahlou, **Gouvernance des Entreprises, Actionnariat et Performances**, p: 21-22, à partir du site:

www.fseg.univ-tlemcen.dz/larevue07/cherif%20LAHLOU.pdf, date: 02/03/2014.

² – محمد طارق يوسف، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، بحوث وأوراق عمل مؤتمر حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2007، ص: 08.

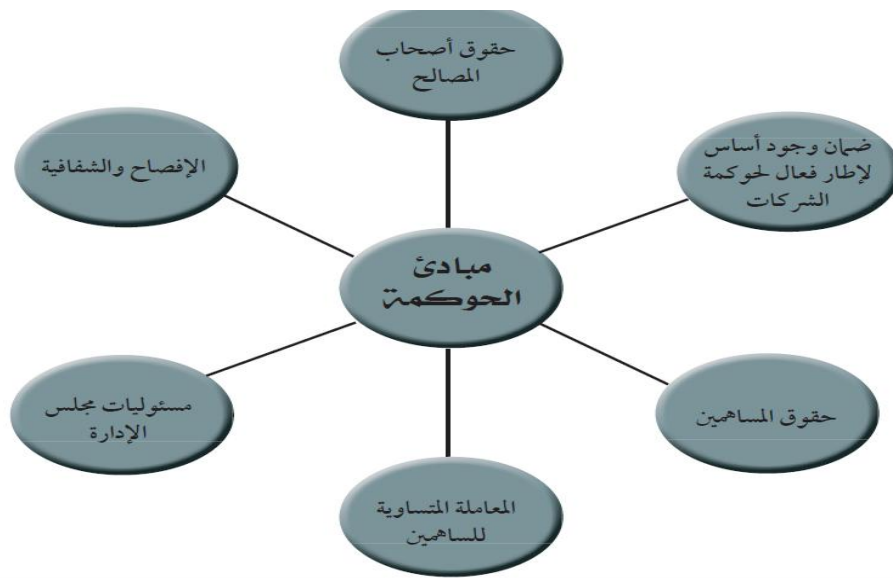
³ – عدنان بن حيدر بن درويش، مرجع سبق ذكره، ص: 41-42.

⁴ – طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 42.

⁵ – عطا الله وارد خليل ومحمد عبد الفتاح العشماوي، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

- 5- الإفصاح والشفافية: وتتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة بالإضافة لدور مراقب الحسابات، وملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمدبرين التنفيذيين، فيتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب دون أي تأخير¹.
- 6- مسؤوليات مجلس الإدارة: يتضمن هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية إختيار أعضائه ومهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية².
- والشكل التالي يوضح مبادئ حوكمة الشركات.

الشكل رقم (1-1): مبادئ حوكمة الشركات



المصدر: أماني خالد بورسلي، آثار تطبيق معايير ومبادئ الحوكمة الحديثة وأسس التقييم، إتحاد الشركات الإستثمارية، عمان، 2011، ص: 47.

ثانيا: مراحل تطبيق حوكمة الشركات

يمكن إعتبار أن الشركات تمر عبر خمسة مراحل في بناء حوكمة الشركات وممارستها بشكل ناجح، وتمثل هذه المراحل في³:

1- تثقيف جميع المتعاملين الإقتصاديين والحكومات وكل المعنيين بقضية حوكمة الشركات وهذا نظرا لفوائدها.

2- الإعتماد على مبادئ (OECD) لحوكمة الشركات ثم تطويرها ووضع القوانين الخاصة بكل دولة بما يعالج واقعها فيما يتعلق بالأنشطة الإقتصادية والإلتزام بالمعايير الدولية.

¹ - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

² - أماني خالد بورسلي، آثار تطبيق معايير ومبادئ الحوكمة الحديثة وأسس التقييم، إتحاد الشركات الإستثمارية، عمان، 2011، ص 47.

³ - لمياء بوعروج، إشكالية الحوكمة والقطاع البنكي مع إشارة إلى تجارب بنوك عربية، مداخلة في المنتدى الوطني حول سبيل تطبيق الحكم الرشيد بالمؤسسات الإقتصادية الوطنية، جامعة سكيكدة، يومي: 09-10 ديسمبر 2007، ص: 11-13.

3- بعد تبني قانون حوكمة الشركات رسمياً من قبل الدولة تأتي مهمة مراقبة ومتابعة التطبيق الفعلي لهذا القانون على أرض الواقع، وتتم المراقبة من طرف جمعيات الشركات لضبط سلوك أعضائها، وكذا المراقبة من طرف كل من له مصلحة في تطبيق حوكمة الشركات.

4- تعليم وتدريب الفاعلين الأساسيين الذين يقع على عاتقهم تنفيذ متطلبات حوكمة الشركات، ويتمثل هؤلاء في المساهمين، المديرين الرؤساء والتنفيذيين وأصحاب المصالح الآخرين، وهذا بهدف غرس المعلومات وتقدير أهمية التجربة في نفوس المتدربين وتعريفهم على مدى حجم المسؤولية الملقاة على عاتقهم.

5- إضفاء طابع الشركات على الحوكمة، وهذا عندما تصبح الشركات التي تدعم تطبيق المبادئ ثابتة ومستقرة.

المطلب الثاني: محددات حوكمة الشركات، الأطراف المسؤولة عن تطبيقها وأهدافها

يستند تطبيق حوكمة الشركات على مدى توافر وتحقيق مستوى كفاءة الركائز الرئيسية للحوكمة، ويتطلب هذا أطرافاً مسؤولة عن ذلك، إضافة إلى مراعاة المحددات اللازمة لسلامة ونجاح حوكمة الشركات.

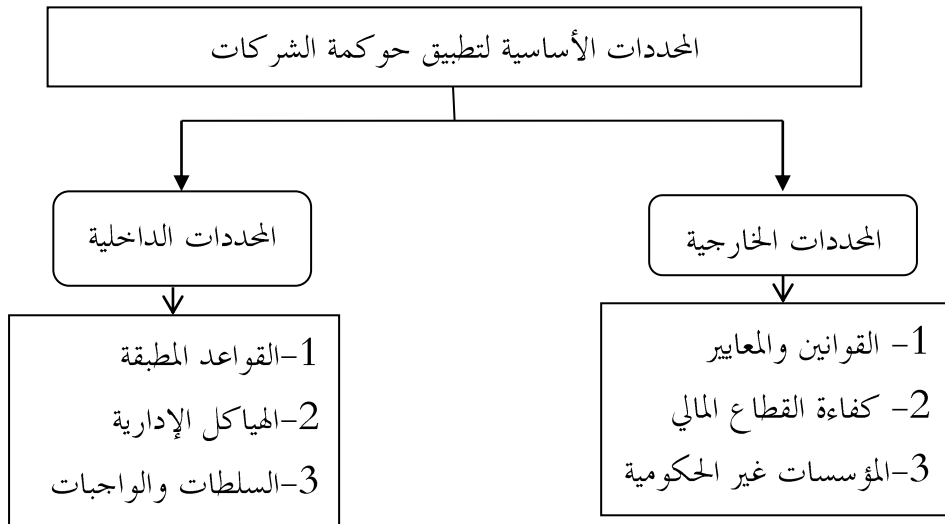
الفرع الأول: محددات حوكمة الشركات والأطراف المسؤولة عن تطبيقها

يشتمل هذا على تبين المحددات الأساسية لتطبيق حوكمة الشركات، وكذا الأطراف المعنية بذلك.

أولاً: المحددات الأساسية لتطبيق حوكمة الشركات

يتوقف التطبيق الجيد لحوكمة الشركات على مجموعتين من المحددات، كما يوضحها الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): المحددات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات



المصدر: محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، ط 02، الإسكندرية، 2009، ص: 19.

1- المحددات الخارجية

تشير إلى المناخ العام للإستثمار في الدولة والذي تعمل من خلاله الشركات، وتشمل مايلي¹:

- القوانين المنظمة للنشاط الإقتصادي كقوانين الشركات، سوق المال، منع الإحتكارات وقوانين تنظيم المنافسة.
- كفاءة القطاع المالي في توفيره للتمويل وكفاءة الهيئات الرقابية في إحكام الرقابة على الشركات، إضافة للجمعيات المهنية في السوق كالمراجعين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية وغيرها.
- درجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج، ودور الحكومة في إلتزام الشركات بأخلاقيات الأعمال.

وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يقلل من التعارض بين العائد الإجتماعي للشركة والعائد الخاص، وبالتالي ضمان حسن إدارة الشركة.

2- المحددات الداخلية

تشمل القواعد والأسس التي تحدد كيفية إتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة والتي يؤدي تطبيقها إلى تقليل التعارض بين مصالح الأطراف² يشتمل هذا على تبين المتطلبات الأساسية لتطبيق حوكمة الشركات، وكذا الأطراف المعنية بذلك.

ثانيا: الأطراف المسؤولة عن تطبيق حوكمة الشركات

هناك طرفان رئيسيان يتأثران ويؤثران في التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات ويجددان إلى درجة كبيرة مدى النجاح أو الفشل في تطبيق هذه المبادئ ويتمثل هذان الطرفان المعنيان بالتطبيق في:

1- النظام العام

يشمل الضوابط والأحكام القانونية، والمبادئ الراسخة المستقرة وسط المجتمع، إضافة للهيكل الإدارية والمنظمات الفاعلة المتمثلة في السلطات التشريعية، التنفيذية والقضائية³

2- المتعاملون

هم أصحاب الإهتمام وذوي العلاقات المباشرة وغير المباشرة بالشركة، ويتمثلون في:

1-2- طرفي الوكالة

يتمثل هؤلاء في المساهمين والإدارة، فالمساهمين يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم مقابل حصولهم على الأرباح المناسبة ولهم الحق في إختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية

¹ - نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، جامعة المنصورة، مصر، 2007، ص: 304.

² - الحوكمة، نشرة توعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد 03، الكويت، أكتوبر 2010، من الموقع: www.kibs.edu.kw بتاريخ: 2013/11/08.

³ - حواس مولود ورايس عبد الحق، حوكمة وظيفة البحث والتطوير في منظمات الأعمال، مداخلة في المنتدى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 06-07 ماي 2012، ص: 05-06.

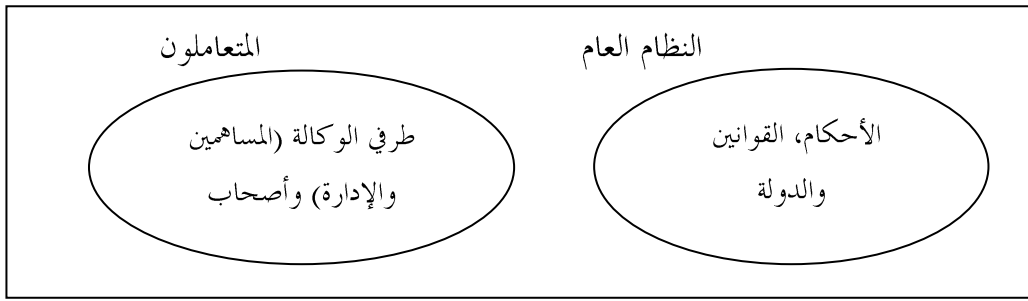
حقوقهم وتعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل¹. أما الإدارة فتتكون من مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، فالأول يمثل المساهمين والأطراف الأخرى ويتكون المجلس من رئيس وأعضاء تنفيذيين وغير تنفيذيين، أما الإدارة التنفيذية فهي المسؤولة عن الإدارة الفعلية للشركة، فتقدم التقارير الخاصة بالأداء إلى مجلس الإدارة وتعتبر المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها ومسئوليتها إتجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين².

2-2- أصحاب المصالح

هم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة كالدائنين والموردين والعمال... إلخ. وفي بعض الأحيان قد تكون مصالحهم متعارضة³.

فمفهوم الحوكمة يتأثر بالعلاقات فيما بين الأطراف في نظام الحوكمة، فهو إذن مسؤولية أطراف عديدة وإرتباط هذه الأطراف يشكل نموذجا لعملية الحوكمة، والشكل الموالي يلخص أطراف عملية حوكمة الشركات.

الشكل رقم (1-3): أطراف حوكمة الشركات



المصدر: حواس مولود ورايس عبد الحق، حوكمة وظيفة البحث والتطوير في منظمات الأعمال، مداخلة في الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 06-07 ماي 2012، ص ص: 05-06، (بتصرف).

الفرع الثاني: أهداف حوكمة الشركات

تحقق حوكمة الشركات الجيدة العديد من الأهداف ولعل من أهمها مايلي⁴:

¹ - جوناثان تشاركهام، إرشادات لأعضاء مجالس إدارة البنوك، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات، البنك الدولي للإنشاء والتعمير، واشنطن، 2003، ص: 10، من الموقع: www.ifc.org/.../CG%2B%2BFocus%2B%2BGuideli...، بتاريخ: 2013/11/08 (بتصرف).

² - صبرينة صالح، أثر تطبيق نظام الحوكمة في البنوك على تطوير القطاع المصرفي في الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم المالية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2010، ص: 39.

³ - محسن أحمد الخضيري، حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 168.

⁴ - مناور حداد، حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، مداخلة في المؤتمر العلمي الأول حول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، يومي 15-16 أكتوبر 2008، ص: 10-12.

- تحقيق الشفافية والعدالة وحماية حقوق المساهمين في الشركة وذلك من الضوابط والإجراءات التي تحكم الشركة.

- فرض مجموعة من الضوابط والهياكل الإدارية التي تمنح حق مساءلة إدارة الشركة أمام الجمعية العامة وتضمن حقوق المساهمين في الشركة، وفرض الرقابة الجيدة على أداء الوحدات الاقتصادية لتطوير وتحسين القدرة التنافسية.

- تنمية الإستثمارات وتدفعها من خلال تعميق ثقة المستثمرين في أسواق المال وتحسين الكفاءة الاقتصادية للشركات والعمل على تحقيق أداء مالي جيد من خلال محاسبة الإدارة أمام المساهمين.

- العمل على محاربة التصرفات غير المقبولة سواء أكانت في الجانب المادي أو الإداري أو الأخلاقي.

- تشجيع تدفق الأموال وجذب الإستثمارات الأجنبية والمحلية والحد من هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج.

- محاربة الفساد وذلك من خلال إجراءات المحاسبة و المراجعة المالية.

- العمل على تحفيز الأيدي العاملة في الشركة وتحسين معدلات إنتاجهم وتعميق ثقتهم بالشركة¹.

كما تجدر الإشارة إلى أن أهم وأبرز أهداف حوكمة الشركات والتي جاءت من أجلها هو العمل على تحقيق العدالة، الشفافية، المساءلة ومحاسبة الفساد الإداري والمالي في الشركة بكل صورته. كذلك العمل بكل الوسائل المتاحة لجذب الإستثمارات المحلية والأجنبية بالتشريعات والقوانين الممنوحة للمستثمرين، بالإضافة إلى التحلي بالأخلاق الجيدة والمعاملات الإنسانية والإقتصادية بين التعاملين مع الشركات، فالجوانب الأخلاقية في عمل أي شركة هي الدافع الأكثر ملائمة لدعم الحوكمة الجيدة والناجحة².

المطلب الثالث: أنظمة حوكمة الشركات، آليات ومزايا تطبيقها

توجد العديد من إختلافات أنظمة حوكمة الشركات حول العالم ومن خلال هذا المطلب سيتم الكشف عن هذه الإختلافات، كما سيتم التطرق إلى مختلف أنواع آليات حوكمة الشركات.

الفرع الأول: أنظمة حوكمة الشركات

هناك إختلاف حول أنظمة حوكمة الشركات والذي يرجع أساسه إلى الإختلاف في تشريعات وثقافات مؤسسي النظام، حيث يوجد نظامان الأول هو النظام الأنجلوسكسوني كما يطلق عليه أيضا نظام الخارجيين أو نظام هياكل الملكية المشتتة، ويعمل بهذا النظام كل من بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية وأستراليا، أما النظام الثاني فهو النظام الأوربي والذي يطلق عليه نظام الداخليين أو نظام هياكل الملكية المركزة، ويطبق في كل من دول الإتحاد الأوروبي واليابان.

¹ - عدنان بن حيدر بن درويش، مرجع سبق ذكره، ص: 32-33.

² - محمد عمران، حوكمة الشركات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2007، ص: 171.

أولاً: نظام هياكل الملكية المشتتة (نظام الخارجيين)

يتميز هذا النظام بوجود عدد كبير من مالكي الأسهم، حيث يملك كل منهم عدداً صغيراً من أسهم الشركة¹، كما يخضع هذا النظام للقانون العام الذي يكفل حماية المستثمرين بقوة لذلك نجد أن المساهمين ليس لديهم المصلحة الكافية للقيام بدور فعال في الرقابة²، ولا يميلون إلى المشاركة في القرارات وسياسات الإدارة ومن ثم يطلق عليهم "الخارجيون"، وكذا من ميزاته أنه أكثر قابلية للمحاسبة وأقل فساداً، ويميل نحو تعزيز السيولة في الأسواق المالية، إلا أن هذا النظام يعاني من نقاط ضعف ونذكرها كآتي:

- يميل الملاك في هذا النظام إلى الإهتمام بتعظيم الأرباح في الأجل القصير وليس في الأجل الطويل، مما يؤدي إلى ظهور مشاكل بين أعضاء مجلس الإدارة وأصحاب الشركات³.

- تواتر التغيرات في هيكل الملكية، نظراً لأن المساهمين قد لا يرغبون في التخلي عن إستثماراتهم على أمل تحقيق أرباح أكثر إرتفاعاً في مكان آخر، وكلا الأمرين يؤدي إلى إضعاف إستقرار الشركة⁴.

- لا يتوفر لدى صغار المستثمرين فرصة مراقبة قرارات مجلس الإدارة من أجل محاسبة أعضائه عن مسؤولياتهم⁵.

ثانياً: نظام هياكل الملكية المركزة (نظام الداخلين)

يتميز هذا النظام بتوفير حماية أقل للمستثمرين نظراً لإعتماده على القانون المدني، ويتسم هذا النموذج بتركز ملكية الأسهم أكثر منه في US وبريطانيا كما أن أكبر حملة الأسهم هم في اليابان وألمانيا⁶، حيث تتركز الملكية في أيدي قليلة تملك حصصاً كبيرة من أسهم الشركات وتكون الرقابة في أيدي الأطراف الداخلية بالشركة⁷ مما يؤدي إلى التمثيل المباشر لكبار المساهمين في مجلس الإدارة حيث تسيطر البنوك والعائلات على الشركات، ويعمل هذا النظام في ظل أسواق مالية أقل تطوراً بالمقارنة مع النظام الأول ويعتمد على التمويل بالمدىونية.

1- محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

2- مائير كوهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، الأسواق والمؤسسات المالية: الفرص والمخاطر، دار الفجر، القاهرة، 2007، ص: 28.

3- كاترين ل وآخرون، غرس حوكمة الشركات في الإقتصاديات النامية الصاعدة والانتقالية، ص: 9-10، من الموقع:

www.hawkama.net/corporate_governancebadicd/CG... بتاريخ: 2013/11/07.

4- محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

5- مائير كوهين، مرجع سبق ذكره، ص: 283.

6- نفس المرجع، ص: 284.

7- كولن ماير، ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الإقتصاديات الإنتقالية، ص: 26، من الموقع:

www.cipe-arabia.org/files/html/case41.htm بتاريخ: 2013/11/07.

ولعل من أهم مميزات هذا النظام نجد أن الداخليين لديهم السلطة والحافز لمراقبة الإدارة، بالإضافة إلى أنهم يميلون إلى إتخاذ القرارات التي تعزز أداء الشركة في الأجل الطويل وذلك مقابل القرارات التي تهدف إلى تعظيم المكاسب في الأجل القصير على حساب المكاسب طويلة الأجل¹.

أما من عيوب هذا النظام فتتمثل في أنه قد يعرض الشركة إلى الفشل في بعض النواحي المعينة لحوكمة الشركات، وأحدها هو أن ذوي النسب المسيطرة يمكن أن يرغموا مع إدارة الشركة في الإستيلاء على أصولها وهذا على حساب المساهمين المالكين لأقلية النسب. كما أن هذا النظام يسمح لكبار المساهمين بتخريب بعض الشركات بعدة طرق مختلفة من أجل القضاء على المنافسة².

وبغض النظر عن أنواع الأنظمة فإن الحوكمة كنظام تعد من النظم المرتبطة بتطبيق سياسات الحرية الإقتصادية، بالإضافة إلى أنها نظام يعمل على جذب الإستثمارات لأي دولة من الدول ولأي شركة من الشركات حيث تعمل على نشر ثقافة الإلتزام، كما أنها ترتبط بعمليات تحقيق القيمة المضافة مما يؤدي إلى تحقيق إقتصاديات التشغيل الأمثل.

الفرع الثاني: آليات تطبيق حوكمة الشركات

يمكن تقسيم آليات حوكمة الشركات إلى آليتين أساسيتين هما:

أولاً: الآليات الداخلية

هي التي ترتبط مباشرة بالشركة وتشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية إتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة والتي يؤدي توفيرها من جهة وتطبيقها من جهة أخرى إلى تقليل تعارض المصالح في الشركة، وتشمل الآليات الداخلية مجلس الإدارة حيث يمثل هذا الأخير العنصر الأساسي الذي يعمل على مصلحة المساهمين وبعض الأطراف الأخرى ويقوم بتقديم التوجيهات العامة للمديرين ويشرف على أداء الإدارة ويقوم بعدة أدوار أخرى أهمها³:

- العمل على رقابة أعضاء الإدارة التنفيذية وحماية حقوق ومصالح حملة الأسهم.
- المساعدة في ربط الشركة بالبيئة الخارجية وتمثيل مصلحة حملة الأسهم في المجتمع.
- وضع الخطط الإستراتيجية ومتابعة تنفيذها.

¹ - كاترين ل وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

² - محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 40.

³ - عبد الرزاق ملاوي لخضر ومحمد علجية، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

ثانياً: الآليات الخارجية

هي الآليات ذات الطبيعة الخارجية لأن المراقبة تتم عن طريق أطراف خارجيين عن الشركة فقد يكونون أشخاص أو شركات. وتشمل الآليات الخارجية ما يلي¹:

1- النظم التشريعية والأطر الرقابية

من أجل عدم التلاعب بنتائج الأعمال والمركز المالي للشركة هناك لجان تضع قواعد حمائية عالية حيث يعتبر التدقيق إلى جانب النظم والتشريعات المطبقة آلية جيدة لحوكمة الشركات وذلك من خلال وضع القواعد والضوابط التي من شأنها أن تحمي أموال المستثمرين من إستغلال الإدارة، كما أنها آلية فعالة لحل المشاكل التي قد تخلق بين الإدارة وحملة الأسهم.

2- السوق

في حالة فشل الآليات الداخلية لحوكمة الشركات بمعنى عدم قدرتها على معالجة الانحرافات من قبل الملاك ما يجعل الشركة عرض للاستحواذ من قبل الأطراف الخارجية حيث يعتبر المقرضون أحد أهم الممولون في السوق ولكن قد يصبحون عقبة بسبب عدم ثقتهم في الشركة ما يجعلهم يتبعون العديد من الأساليب مثل الإحجام عن الإقراض، رفع سعر الفائدة، التدخل في تسيير الشركة،... إلخ.

وتتدخل الأطراف الخارجية للتحكم في الشركة إلا أنها تعتبر سلاح ذو حدين فقد تكون حافزاً لإدارة الشركة لتحسين أدائها مما يؤدي إلى انخفاض الانحرافات بشكل لا يجفز الأطراف الخارجية لمحاولة السيطرة على الشركة، وقد تكون هذه الأطراف سبب تخوف المديرين على مراكزهم ما يدفعهم إلى إهدار موارد الشركة عن طريق المبالغة في قيمة الإستحواذ على هذه الشركات بدلا من دفع العائد إلى حملة الأسهم.

الفرع الثالث: مزايا تطبيق حوكمة الشركات

من بين أهم مزايا حوكمة الشركات نجد²:

أولاً: مزايا حوكمة الشركات بالنسبة للمساهمين

تتمثل مزايا حوكمة الشركات بالنسبة للمساهمين فيما يلي:

- تحقيق الثقة لدى المساهمين نتيجة توفير الشفافية والعدالة ومنح حق المساءلة لإدارة الشركة وحماية المساهمين.
- التقليل من المخاطر والتهديدات التي قد تمس مصالح المساهمين. وتوفير نسبة أكبر من السيولة والعائد لهم.

¹ - مهدي شرفي وبوحفص رواني، نظام حوكمة الشركات: وسيلة لإنشاء القيمة وتحسين نجاعة الأداء في المؤسسات الاقتصادية لتحقيق التميز المستدام، مداخلة في المنتدى الوطني حول المؤسسات الاقتصادية الجزائرية والتميز، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، يومي 26-27 نوفمبر 2007، ص: 73-74.

² - العديد من المراجع أهمها:

- محمد محي مسعد، عولمة الاقتصاد في الميزان التجاري: الإيجابيات والسلبيات، دار الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص: 287.

- مركز المشروعات الدولية الخاصة، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، ص: 6، من الموقع: www.cipe-egypt.org، بتاريخ: 2013/10/07.

ثانياً: مزايا حوكمة الشركات بالنسبة للشركة

تتمثل مزايا حوكمة الشركات بالنسبة للشركة في:

- تمكين الشركات من الحصول على التمويل اللازم وتخفيض تكلفة التمويل.
- تحسين أداء الشركات ورفع مستوياته، وتخفيض تكلفة رأس المال والتنبؤ بالمخاطر المتوقعة.
- جذب المستثمرين الذين يسعون إلى الإستثمار طويل الأجل ورفع درجة الثقة.
- الحد من إستغلال السلطة في غير المصلحة العامة مما يؤدي إلى تنمية الإستثمار وتعظيم الربحية.
- تشجع الحوكمة الجيدة الشركة على النمو وزيادة قدراتها التنافسية مما يؤدي إلى إجتذاب المستثمرين.

ثالثاً: بالنسبة للمجتمع وأصحاب المصلحة

تتمثل مزايا حوكمة الشركات بالنسبة للمجتمع وأصحاب المصلحة فيما يلي:

- تبني علاقات قوية بين أصحاب المصلحة، والتوازن في العلاقات بين مختلف الأطراف في الشركة.
 - جذب الإستثمارات الأجنبية وتشجع رأس المال المحلي ومحاربة الفساد المالي والإداري بكل صوره.
 - التشجع على زيادة الإنتاجية والإبتكار الناتج عن المنافسة الشريفة والعمل بكفاءة.
- إلا أنه يوجد أضرار مترتبة عن عدم الإلتزام بتطبيق حوكمة الشركات ومن أهم الأمثلة الواضحة لعدم إلتزام الشركات بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات هو الإهيارات المالية العديدة، ما أسفر بذلك إلى الإهتمام بالدور الذي يلعبه مفهوم حوكمة الشركات في التأكيد على الإلتزام بالسياسات والإجراءات الرقابية ودورها في جذب الإستثمار وتدعيم إقتصاديات الدول من خلال وضع أسس معينة للعلاقة بين مجلس الإدارة والمديرين والمستثمرين وأصحاب المصالح بالشكل الذي يؤدي إلى وجود شفافية في التعامل بين هذه الأطراف، مما يؤدي إلى منع حدوث مثل هذه الإهيارات في المستقبل، وأصبح من الواضح أن تطبيق حوكمة الشركات يحدد مصير الشركات.

المبحث الثاني: سوق الأسهم

تعد سوق الأسهم الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصص الكفاء للموارد المالية المتاحة لديهم، فهي تلعب دور بالغ الأهمية في توزيع مدخرات القطاع الخاص بين الشركات الاقتصادية، وبالتالي تمثل إحدى أهم القنوات التي توفر الإحتياجات التمويلية للشركات الاقتصادية من خلال جذب الفائض من رأس المال غير الموظف وتحوله من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، ومن خلال هذا المبحث سيتم التعرف على سوق الأسهم وأهم أقسامها وكذا معرفة الأطراف المتعاملة فيها بيعة وشراء، وأصناف المتدخلين الآخرين الذين يضمنون حسن سير هذه السوق وكذا أهم وظائف سوق الأسهم.

المطلب الأول: ماهية سوق الأسهم

تختص سوق الأسهم في النظم الاقتصادية الحديثة باهتمام كبير، وذلك لكونها إحدى الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشاريع الإستثمارية، من خلال إقتناء الأعوان الإقتصاديون لما يصدره أعوان آخرون في هذه السوق من أسهم مختلفة. فيهدف هذا المطلب إلى تحديد مفهوم سوق الأسهم وأقسامها وموقعها.

الفرع الأول: مفهوم سوق الأسهم

مع تطور وكبر حجم المشروعات وتنوع نشاطها وإتساع نطاق أسواق تصريف منتجاتها، وكذا إنفصال الملكية عن الإدارة، زادت حاجة هذه المشروعات للمزيد من الأموال الأمر الذي أدى إلى ظهور سوق الأسهم، والتي تقوم بتجميع مدخرات الأفراد لتمويل المشروعات الإستثمارية عن طريق طرح أسهم الشركات للإكتتاب والتداول بها في هذه السوق¹، فسوق الأسهم هي أساس أي نظام مالي² حيث أنشأت أول بورصة للأسهم في عام 1821 في شارع "وول ستريت"³.

تعتبر سوق الأسهم سوق التعامل على حقوق ملكية الشركات حيث يقوم المستثمرون بوضع أموالهم اليوم من أجل الحصول على حصة من توزيعات الأرباح في المستقبل⁴ أو هي السوق التي يتم فيه شراء وبيع أسهم الشركات التجارية العامة.

سوق الأسهم هي ذلك الفضاء الذي يزود الشركات بمصادر التمويل الخاصة عن طريق إصدار المؤسسة فيه أوراق مالية تمثل حق ملكية لجزء من رأس المال ويكتسب حامل هذه الورقة المالية صفة الشريك في الشركة.⁵

¹ - محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص: 40.

² - مايكل سينسير، دليل التعامل في سوق الأسهم، مكتبة جرير، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 3.

³ - حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، مارس 2004، ص: 3.

⁴ - مائير كوهين، مرجع سبق ذكره، ص: 259.

⁵ - الأسواق المالية، من موقع: www.boosl.com، بتاريخ: 2013/12/01.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن سوق الأسهم هي ذلك الفضاء الذي تحصل من خلاله الشركة على مصادر تمويل من طرف المستثمرين الذين يضعون أموالهم في هذه الشركة بغرض تحويلها إلى أسهم وهذا من أجل الحصول على حصة من توزيعات الأرباح في المستقبل.

ولسوق الأسهم جملة من الخصائص تميزها عن غيرها أهمها: أن هذه السوق توفر تمويل طويل الأجل للمستثمرين والشركات بتكلفة أقل من تكلفة الإقراض مقارنة بالأسواق النقدية (البنوك) وتحد من الآثار التضخمية السارية في الإقتصاد القومي من خلال الحد من حجم الإئتمان المصرفي متوسط وطويل الأجل، كما يتم تداول أدوات السوق (الأسهم) وإنتقال ملكيتها من مشتري لآخر دون التأثير على حقوق الملكية في الشركة¹.

الفرع الثاني: موقع سوق الأسهم من السوق التمويلية

سوق الأسهم هي أحد أهم أقسام سوق رؤوس الأموال وهذه الأخيرة هي سوق منظمة يتم التعامل فيها بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والمهينات العامة، وتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب، وتنقسم إلى التمويل بالدين والسوق المتخصصة وسوق التمويل بالأموال الخاصة (سوق الأسهم).

وتشكل سوق رؤوس الأموال رفقة سوق النقد كلى شقي السوق المالية، ويطلق على سوق النقد أيضا بسوق المعاملات قصيرة الأجل ويقوم الجهاز المصرفي فيها بالدور الرئيسي²، والشكل الآتي يبين موقع سوق الأسهم من السوق التمويلية.

¹ - محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سبق ذكره، ص: 41-42.

² - العديد من المراجع أهمها:

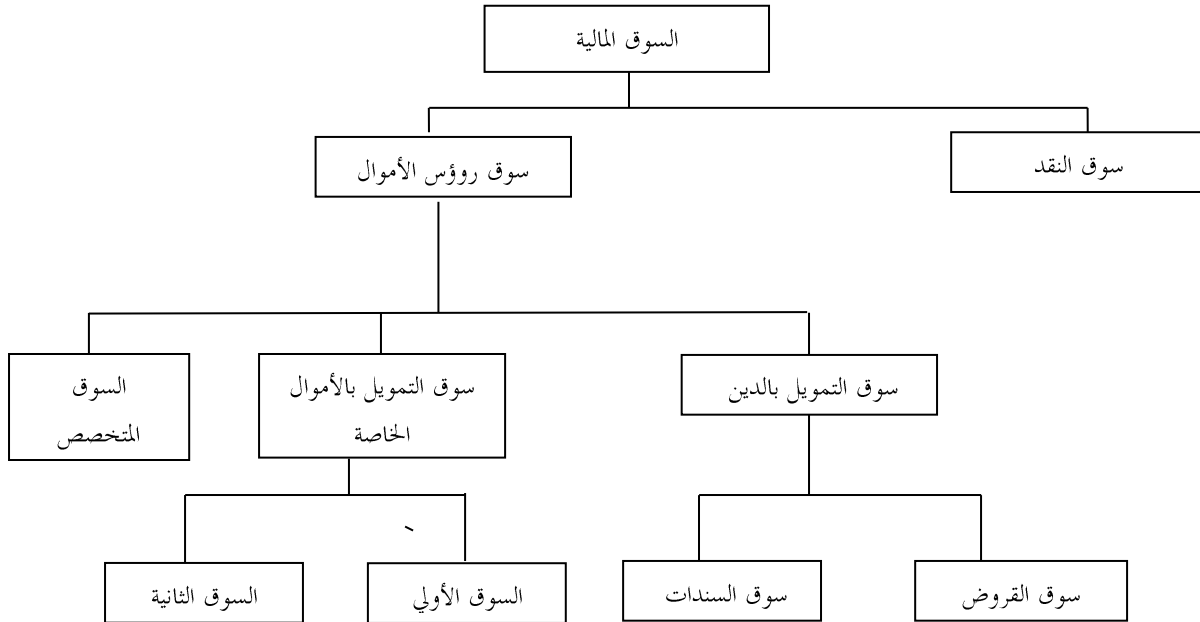
- زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، دار النفائس، الأردن، 2009، ص: 38-39.

- نبال فريد مصطفى ولبندة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص: 17.

- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر، عمان، 2005، ص: 11.

- ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، عمان، 2008، ص: 19.

الشكل رقم (1-4): موقع سوق الأسهم من السوق التمويلية



المصدر: من إعداد الطالبتان بالإعتماد على العديد من المراجع.

الفرع الثالث: أقسام سوق الأسهم

تنقسم سوق الأسهم إلى قسمين هما:

أولاً: التقسيم حسب توقيت الإصدار

وتنقسم سوق الأسهم هنا إلى سوق الإصدار وسوق التداول كما يلي:

1- السوق الأولية (سوق الإصدار)

وهي الأسواق التي يتم فيها طرح الإصدارات الجديدة للأسهم والتي تصدر لأول مرة من قبل الهيئات والشركات التي تصدرها، حيث يكون البائع للسهم هو مصدره الأصلي، وتعتبر هذه السوق مصدراً لتمويل المشروعات الجديدة، كما تتطلب آلية التعامل فيها وجود مؤسسات مالية تساعد على تسويق الإصدارات الجديدة تعرف بينوك الإستثمار¹ ومن أهم وظائف هذه الأخيرة نجد:²

- التأكد من مدى قابلية الأوراق المالية المقرر إصدارها للتسويق.

- تجديد وبيع هذه الأوراق.

- ضمان تغطية الإصدارات الجديدة.

2- السوق الثانوية (سوق التداول)

يقصد بها السوق التي يتم تداول الأسهم فيها بعد إصدارها أي بعد توزيعها من طرف بنوك الإستثمار، وهي سوق مكتملة للسوق الأولية لأن المتعامل لا يشتري ورقة مالية جديدة إلا إذا تأكد من

¹ - محمد المبروك أبوزيد، التحليل المالي: شركات وأسواق مالية، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2009، ص: 254.

² - مائير كوهين، مرجع سبق ذكره، ص: 314.

التصرف فيها عند الحاجة، فالسوق الثانوية مكان إلتقاء البائعين والمشتريين للأسهم التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتنقسم إلى سوق منظمة والتي هي مقسمة بدورها إلى سوق أول وثاني، وسوق غير منظمة وهي تنقسم إلى سوق ثالث وسوق رابع¹.

ثانيا: التقسيم حسب حجم جهة الإصدار

وسوق الأسهم هنا تنقسم إلى سوق أولى وسوق ثانية.

1- سوق أولى (العامة)

هي سوق تمويلية خارجية بالأسهم حيث أن أصحاب هذه الأسهم ليس لهم علاقة بإدارة الشركة، وهي مكان يتم التفاوض فيه حول القيم المتداولة للشركات الكبيرة (الناضجة) المقيدة في البورصة، ومن الوظائف الرئيسية لسوق الأسهم العامة نجد السيولة وإكتشاف السعر بما يجعل من السهل نقل الملكية بين الشركات، كما يسهل أيضا إعادة إستثمار الأموال الداخلية نتيجة للتكلفة التي يتحملها من جراء التمويل بالأسهم وذلك يساعد في فرض نوع من الإنضباط على الشركات ويتم إصدار الأسهم العامة في السوق الأولية وتداولها يكون في السوق الثانوية، وهذه السوق لا تفتح إلا للشركات التي تستجيب لشروط محددة منها²:

- أن يتوفر لديها (الشركات) مبلغ من رأس المال الإجتماعي المحدد من طرف لجنة مختصة مراقبة البورصة.

- إصدار الشركات لعدد معين من الأوراق المالية (الأسهم).

وتحقق الشركات المقيدة في هذه السوق مجموعة من المزايا أهمها:

- إحتلال الشركة مكانة هامة في الاقتصاد، مع إمكانية تطويرها.

- إمكانية زيادة رأس مال الشركة مما يسمح لها بالحصول على هامش من الحرية لمواجهة الجهاز البنكي، ذلك أن الأموال التي تحصل عليها من السوق الأولى خاضعة لقانون العرض والطلب فعلى العكس من ذلك، فإن القروض التي تحصل عليها عن طريق الجهاز البنكي تكون ذات فائدة محددة مسبقا.

2- سوق ثانية (الخاصة)

تمثل هذه السوق هيكل لإستقبال الشركات التي لم يتوفر لديها شروط التسجيل في السوق الأولى أو تلك التي لا تريد تحرير جزء كبير من رأسمالها على عكس الحال في السوق الأولى، كما أن هذه السوق قد تستقطب أيضا تلك الشركات الكبيرة التي لا ترغب في الدخول إلى التسعيرة الرسمية والتي تسعى إلى فتح رأسمالها للإدخار العام على النحو الذي يحقق لها التطور. ويشترط في الشركات التي تريد الدخول إلى هذا النوع من الأسواق أن تضع تحت تصرف السوق 10% من أسهمها وتقدم المعلومات اللازمة عن نشاطها³.

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 83.

² - Berrag, M, le Marché Financier en Algerie entre la Réalité et les Espérances, Magistère en sciences de gestion, écolesupérieure de commerce, Juillet 1993, Alger, p: 30.

³ - G.Defosse et P.Balley, la Bourse des Valeurs: Que-sais-je, édition Bochene, 16^{ème} édition, 1993, Alger,p:82.

كما أن اللوائح والقوانين المنظمة للسوق الثانية مرنة بدرجة كافية تسمح معها أن تكون هذه السوق أكثر حركية ونشاط. وحملة أسهم هذه الشركات لهم علاقة مباشرة بإدارة الشركة ويشاركون في إتخاذ القرارات، وسوق الأسهم الخاصة هي سوق منظمة تتوفر على الشركات الوسيطة المستثمرة والأفراد الأثرياء وتقوم هذه الشركات الوسيطة غالبا بعملية الرقابة على الشركات الخاصة وعرض التعاملات أساسا هو التمويل مع رقابة وهو أيضا تمويل مكلف تسعى إليه فقط الشركات التي تكون غير قادرة على الإقتراض الكافي، وتفتقر إلى سهولة الدخول إلى أسواق الأسهم الأولى.

المطلب الثاني: مكونات سوق الأسهم وقياسها

في هذا المطلب سوف يتم الحديث عن أداة التعامل في سوق الأسهم في نقطة أولى، ثم عن الأطراف المتعاملة وأصناف المتدخلين في نقطة ثانية أما ثالثا عن مؤشرات قياس السوق.

الفرع الأول: الأداة موضوع التعامل في سوق الأسهم

من خلال هذا الفرع سيتم الحديث عن كل من مفهوم السهم، أهم خصائصه وأنواعه.

أولا: مفهوم السهم

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية وقيمة تصفوية. تتمثل القيمة الإسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس. أما القيمة الدفترية فتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكن تتضمن الإحتياجات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وتتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الإسمية أو القيمة الدفترية، أو مساوية لواحدة منها، وأخيرا القيمة التصفوية والتي تتمثل في قيمة صافي التصفية بعد تسديد كل المستحقات والديون على عدد الأسهم العادية المصدرة¹.

وبذلك يعطي السهم لحامله الحق في ملكية حصة من رأسمال الشركة بمقدار قيمة السهم، كما يكون لحامل السهم الحق في التخلص من السهم بيعه والتنازل عنه، كذلك يعطيه الحق في التصويت في جمعيات المساهمين، والحق في الأرباح والحق في الإعلام.

بالإضافة إلى ذلك يكون لها حق الأولوية في الإكتتاب في حالة إصدار أسهم جديدة، وعندما يقرر حامل السهم التنازل عن السهم أو بيعه، هنا يصبح الحامل الجديد للسهم يتمتع بامتيازات الحامل القديم للسهم، وتصبح الشركة مدينة للمساهم الجديد².

¹ - سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010، ص: 28.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

ثانياً: أنواع الأسهم

وهناك عدة أنواع للأسهم من بين أهمها نجد:

1- أسهم حسب الشكل القانوني

وتنقسم الأسهم في هذه الحالة إلى ثلاثة أقسام هي:

- الأسهم الإسمية: تحمل إسم صاحبها وتدون فيه البيانات المقيدة في سجلات الشركة.
- الأسهم لحاملها: لا يسجل عليها إسم المساهم ويعتبر حاملها مالك لها.
- الأسهم لأمر: يذكر فيها إسم مالكتها ويتم تداولها بطريقة التظهير.

2- الأسهم حسب الحقوق

وتنقسم الأسهم هنا إلى العديد من أقسام أهمها¹:

- الأسهم العادية: هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين سواء في أرباح الشركة خلال حياتها أو في أصولها عند التصفية.
- الأسهم الممتازة: تمثل شكل من أشكال الملكية في الشركة يتحصل حاملها على عائد ثابت لا يتغير كأصحاب السندات، ليس لديه الحق في إدارة الشركة على عكس حملة الأسهم العادية.
- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: تباع للعاملين ويتم خصم توزيعات هذه الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.
- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: ترتبط فيها توزيعات الأرباح التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي تحققها مختلف أقسام الإنتاج في الشركة.
- الأسهم العادية المضمونة: تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما إنخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة قبل الإصدار².

3- الأسهم حسب طبيعة الحصة المدفوعة

وتنقسم إلى ثلاثة أقسام هي³:

- أسهم نقدية: وهي التي تدفع قيمتها نقداً ولا يمكن تداولها إلا بصور مرسوم مرخص.
- أسهم عينية: وتمثل حصة من رأسمال الشركة كعقار أو مصنع... إلخ، ولها حق التداول بعد سنتين من إصدارها.
- أسهم مختلطة: وهي التي يدفع نصفها نقداً والنصف الآخر يدفع عينا.

¹ - طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء، عمان، 2010، ص ص: 127-129.

² - عبد السلام بن جدو، البنوك الشاملة ودورها في تفعيل سوق الأوراق المالية، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، 2005، ص: 114.

³ - أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص: 38.

الفرع الثاني: المتدخلون في سوق الأسهم

يتعامل بالأسهم التي يتم عرضها في السوق طرفين أحدهما يريد الإستثمار فيها وهم الطالبين للأسهم، والثاني يرغب في الحصول على الأموال وهم العارضين للأسهم، إلى جانب وسطاء ينظمان العلاقة بينهما. أولاً: المتعاملون في سوق الأسهم (قوى العرض والطلب)

يتم التعامل في سوق الأسهم بتوفر فئتين، الفئة الأولى عارضة للأسهم والفئة الثانية طالبة لها.

1- عارضين الأسهم

عرض الأسهم في الحقيقة الأمر هو طلب لرؤوس الأموال من قبل الشركات الخاصة التي لها إمكانية إصدار الأسهم، والتي تلجأ لتغطية إحتياجاتها التمويلية نتيجة عجز رأسمالها الداخلي عن تمويل تكلفتها الإستثمارية، ونميز بين نوعين من العارضين للأسهم هم: الشركات المصدرة ذاتها التي يكون عرضها للأسهم في السوق الأولية لأول مرة، أما النوع الثاني فيتمثل في العرض من قبل المدخرين الراغبين في تحويل مكاسبهم إلى سيولة ويتم عرضها (الأسهم) في السوق الثانوية¹.

2- طالبي الأسهم

الطالبين للأسهم هم المدخرين أفراداً ومؤسسين الراغبين في توظيف أموالهم سواء بشراء أسهم حديثة الإصدار، أو بشراء أسهم من المستثمرين الذين سبق لهم توظيف أموالهم فيها، لذلك نميز بين نوعين من الطالبين للأسهم: النوع الأول يتمثل في المستثمرون المؤسسيون الذين يستثمرون لحسابهم الخاص أو لحساب العميل ويشملون شركات التأمين وصناديق التقاعد والمعاشات، إضافة إلى متعهدي الإصدار (بنك الإستثمار ونقابة الإصدار)، أما النوع الثاني فيتمثل في المستثمرون الأفراد ونميز هنا بين أصحاب الثروات الكبيرة الذين يديرون مدخراتهم بأنفسهم دون الحاجة إلى وسطاء وهذا كونهم يمتلكون المعلومات والخبرة، والمدخرين الصغار (عملاء النوع السابق) الذين يفضلون تفويض إدارة مدخراتهم للمستثمرون المؤسسيون².

3- العاملون في سوق الأسهم

نقص المعرفة والمعلومات عند المتعاملين عائق أمام تبادل الأسهم سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول، لذلك من الضروري وجود فئة من الوسطاء الماليين تتمتع بالخبرة والكفاءة لأداء عملها ومحاولة التوافق بين رغبات العارضين والطالبين³، فمنهم من يتدخل في سوق الإصدار وهم متعهدي ومروجي الإصدارات الجديدة ونجد أهم هؤلاء البنوك وشركات الوساطة وغيرهم⁴، ومنهم من يتدخل في سوق التداول وهم المفاوضون (السماسرة) فطبقاً للنظام المعمول به دولياً لا يتم إجراء التداول إلا عن طريقهم حيث يتم التعامل

¹ - مصطفى رشدي شبيحة، النقود والمصارف والإئتمان، دار الجامعة الجديدة، مصر، 1999، ص: 251-254 (بتصرف).

² - عبد السلام بن جدو، مرجع سبق ذكره، ص: 104-105.

³ - محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك، مصر، 1996، ص: 55.

⁴ - Denis Morissette, **Décisions financières à long terme**, 3^{ème} édition, les éditions SMG, Québec, 1994, pp:

داخل قاعة للتداول تسمى بالمقصورة. إضافة إلى سلطات السوق المشرفة عليه والمكونة من إدارة السوق المكلفة بالتنظيم ووضع قوانين مهنة الوساطة والجهات المراقبة للأسواق التي تحكم وتراقب السوق وتضمن حماية مدخرات الأفراد وضمان توجيه رؤوس الأموال اللازمة لتمويل المؤسسات، وكذا الجهات المشرفة على التسوية والحفظ المركزي حيث تقوم بحفظ الأسهم وإدارة تسوية ومقاصة صفقات التعامل لتسهيل التعاملات وتسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول¹.

الفرع الثالث: مؤشرات سوق الأسهم

مؤشر السوق هو مقياس شامل لإتجاه السوق يعبر عن حركة جميع الأسهم²، فهو الجانب التقني الذي يرصد إتجاه تغيرات الأسعار عاكسا التغير في القيمة السوقية للأسهم المتداولة. يعرف المؤشر على أنه قيمة رقمية تقيس مستوى الأسعار في سوق الأسهم ويحسب إنطلاقا من عينة أسهم مسعرة، حيث يتم إختيارها بالشكل الذي يؤدي بالمؤشر إلى التعبير عن الحالة العامة للسوق أو الإقتصاد أو القطاع، ويتم تصنيف المؤشر حسب حجم العينة المكونة له فنجد المؤشر العام، الخاص والمركب، التصنيف من حيث قابلية التداول وهنا تكون مؤشرات بورصة متداولة وغير متداولة. وبشكل عام تستخدم المؤشرات لمعرفة تحركات السوق لأعلى أو لأسفل عاكسة بذلك أسعار السوق وإتجاهها مما يتيح معرفة كاملة بحالة الشركات المسجلة في السوق، فيتم تركيب المؤشر بإستخدام مجموعة من الأسهم على أساس الحجم الكبير والإتساع لمختلف القطاعات في السوق. وتجدر الإشارة إلى أنه هناك عدة أساليب لبناء المؤشر من أهمها: المؤشرات المبنية على أساس القيمة مثل مؤشر NASDAQ و SandP500، على أساس السعر مثل مؤشر DowJones30 و Nikkei225، على أساس الأوزان النسبية مثل مؤشر Value line1400، وكذا المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية، ويتم تعديل قيمة المؤشرات في حالة إشتقاق الأسهم* أو إندماج الشركات أو في حالة زيادة أو تخفيض عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر³.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية بإستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000. ص: 169.

² - محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص: 27.
* - إشتقاق الأسهم هو زيادة عدد الأسهم المكونة لرأس المال دون أن يصحب ذلك زيادة في حقوق الملكية، وهو ما ينجم عنه إنخفاض قيمة السهم.

³ - العديد من المراجع أهمها:

- سامية عمر عبده، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالة، 2003-2004، ص: 33-36.

- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 252-255 (بتصرف).

المطلب الثالث: وظائف سوق الأسهم

يشترط لقيام سوق الأسهم توافر الملكية الخاصة لهذه الأسهم وحرية التصرف فيها بالبيع، ويتحقق هذا من خلال الوظائف الأساسية لسوق الأسهم والمتمثلة في إكتشاف السعر وتوفير السيولة إلى جانب تحويل الهياكل الصناعية وإعلام المستثمرين (الوظيفة الإعلامية).

الفرع الأول: إكتشاف السعر

إكتشاف السعر هو عملية يتم من خلالها الوصول إلى القيمة الحقيقية للأسهم التي يتم التعامل فيها، إضافة إلى تحديد أسعار الأسهم، حيث يختلف تحديد أسعار الأسهم عن عملية تقييمها التي تهدف للوصول إلى القيمة الحقيقية فتتم من خلال تحليل الأسهم لتقدير قيمتها الحقيقية والتي تعوض المستثمر عن مخاطر الإستثمار فيها وتعكس الحالة الحقيقية للسوق، ثم مقارنتها بالسعر السوقي لتحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها أو تلك المسعرة بأكبر من قيمتها وأي الأسهم تشتريها أو تبيعها أو تحتفظ بها. فإذا كانت القيمة الحقيقية أقل من السعر السوقي للسهم فإن السهم يكون مسعرا بأكثر مما يجب ويلزم هنا التخلي عنه ببيعه، أما العكس يوصى بشرائه، وإذا كانت القيمة الحقيقية مساوية للسعر فيجب الإحتفاظ بالسهم¹، لكن قليلا ما تتساوى القيمة الحقيقية للسهم مع سعره نظرا لصعوبة تحقيق كفاءة* كاملة للسوق. في هذا الإطار يوجد عدد كبير من النماذج لتحديد القيمة العادلة للسهم، ومن بين هذه النماذج نذكر نموذج الخصم (خصم التوزيعات)، نموذج خصم ربح السهم، نموذج خصم التدفق النقدي، نموذج سعر السهم إلى ربح السهم، نموذج التدفق النقدي الحر بحيث هناك إختلاف كبير في طرق وأساليب تقييم الأسهم نظرا لإختلاف القنوات ووجهات النظر حول أي الطرق أفضل.

كما تتم عملية تحديد أسعار الأسهم على ضوء معلومات من خلال عمليات التداول بين عدد كبير من المستثمرين لا يعرفون بعضهم البعض²، وفي هذا الصدد هناك طريقتين: طريقة مستمرة تتم إستعانة بأجهزة الإعلام الآلي ويتغير السعر تبعا لظروف السوق، وطريقة ثابتة تضم نقطة التوازن فيتم تحديد أسعار الأسهم من خلال تلاقي قوى العرض والطلب عبر المفاوضة أو المزايدة (المزاد العلني)³، وتجدر الإشارة إلى أن هذه الطريقة الأخيرة هي طريقة Fixing الثابتة (نقطة التوازن) وهي أهم طريقة لتحديد السعر في السوق. كما تتأثر أسعار الأسهم بوضعية الشركة إضافة إلى عوامل خارجية كالظروف الإقتصادية السائدة وغيرها، وعوامل شخصية

¹ - عبد السلام بن جدو، مرجع سبق ذكره، ص: 134 (بتصرف).

*- السوق الكفوة هي تلك السوق التي تحقق تخصيصا كفاء للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وفي ظل السوق الكفوة يعكس سعر السهم الذي تصدره شركة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، فتكون القيمة السوقية لهذا السهم قيمة عادلة تعكس قيمته الحقيقية.

² - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

³ - عديلة مريم، محاولة قياس أثر البورصة في التنمية الإقتصادية: حالة الجمهورية التونسية (1991-2000)، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2003-2004، ص: 35-36.

وفقا لوجهات نظر القائمين بالتعامل والحالة النفسية التي هم عليها أثناء التعامل¹. فالضوابط القانونية والفنية التي تحكم عمليات التداول بما تضمنه من حدود دنيا وعليا للأسعار اليومية تحد من المضاربات الضارة بالشركات المدرجة².

الفرع الثاني: توفير السيولة

توفر سوق الأسهم السيولة من خلال التعامل في هذه الأسهم بسرعة وسهولة دون تضحية أو خسارة، حيث يستطيع المساهم أو المستثمر تسهيل ما يملك من أسهم خلال دقائق معدودة والتحول إلى استثمار آخر³، وبذلك يتم تحويل مكاسب المساهمين إلى نقدية عن طريق بيع الأسهم دون التأثير الكبير في الأسعار ما يجعل السوق يوفر سيولة جيدة، ولكي يجد المتعامل الطرف المقابل لعمليته يجب أن يكون السوق متسعا بما فيه الكفاية⁴، فإذا عوض كل منهما الآخر نتج عن ذلك توازن السيولة وبالتالي استقرار سوق الأسهم، لكن إذا لم تعوض تعاملات تجار السيولة كل منها الأخرى نتج عنه عدم توازن السيولة ما يؤدي بأضرار في السوق، فلا ينبغي أن يؤثر عدم توازن السيولة على سعر السوق⁵. يتطلب تحقيق توفير السيولة أمرين، الأول إيجاد طبقة من الوسطاء يقومون بعملية البيع والشراء سواء لحسابهم أو لغيرهم، والثاني وجود نشاط في التعامل بالأسهم مما يحقق رغبات المستثمرين، فكلما كان هناك نشاط في التعامل دل ذلك على درجة السهولة في تسويق الأسهم والعكس صحيح⁶. فمثلا لما يشتري تجار المعلومات الأسهم إعتبارا منهم أن سعرها أقل من السعر العادل، هذا يدفع الأسعار إلى الإرتفاع مما يجعل تجار السيولة يباشرون تجارتهم ضمن سعر عادل، وبهذا يساهم كل من تجار المعلومات وتجار السيولة في سيولة السوق، فلكي تكون تجارة المعلومات مربحة وجب وجود قاعدة أساسية لتجارة السيولة ما يؤدي إلى خلق مناخ ودي لكليهما⁷. تتعدد العوامل التي تؤثر على وظيفة توفير السيولة كالعوامل الداخلية الخاصة بسوق الأسهم وعوامل خارجية، إلا أن السوق يهتئ بأجهزته وتنظيماته الظروف لإتجاه الأسهم المقيدة فيه⁸.

¹ - محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، مرجع سبق ذكره، ص: 166 (بتصرف).

² - غربة محمد نجيب أبو عمرو، تقييم تجرية بالنل للإدراج المزدوج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية، بحث مقدم لإستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008، ص: 44.

³ - فريد راغب النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص: 92.

⁴ - Alain Choinel et Gérard Rouyer, **Le Marché Financier: structures et acteurs**, Revue banque édition, 8^{ème} édition, Paris, 2002, p: 34.

⁵ - مائير كوهين، مرجع سبق ذكره، ص: 30-31.

⁶ - رسمية قرياقص، أسواق رأس المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص: 44-45.

⁷ - مائير كوهين، مرجع سبق ذكره، ص: 295-296.

⁸ - رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

الفرع الثالث: وظائف أخرى لسوق الأسهم

إلى جانب الوظيفتين الرئيسيتين لسوق الأسهم السابقتي الذكر هناك وظائف أخرى تابعة ومكملة للوظائف الرئيسية ومنها الآتي:

أولاً: تحويل الهياكل الصناعية

يتم نقل الملكية بين الشركات أو ما تسمى بإعادة هيكلة الصناعات والإقتصاد عن طريق الإندماجات أو التملكات أو الخصخصة، ففي حالة الإندماجات يتم تغيير الملكية حيث أن المساهمين في الشركتين المندمجتين يتنازلون عن أسهمهم في كل شركة مقابل تسلمهم أسهما في الشركة المندمجة. أما في حالة التملك فتشتري الشركة المملوكة أسهم الشركة المستهدفة من المساهمين بها، ويسهل سوق الأسهم نقل الملكية بين الشركات عندما تكون السوق سائلة وتوفر إكتشاف السعر، فيصبح من السهل نسبياً على الشركة المشترية تملك الأسهم التي تحتاج إليها إضافة إلى معرفتها الجيدة بقيمة الشركة كي تضع يدها على الشركة المستهدفة.

كما تتم إعادة الهيكلة عن طريق نوع خاص هو الخصخصة، فيقوم القطاع العام ببيع حصته من الشركات التي يمتلكها إما جزئياً أو كلياً عن طريق إصدار أسهم للجمهور، ما يؤدي إلى إنتشار تملك الأسهم، وتتم الخصخصة لأسباب متنوعة دافعها الإعتقاد بأن الشركات ذات الملكية الخاصة يكون أداؤها أفضل إضافة إلى حاجة القطاع العام إلى النقدية¹.

ثانياً: الإعلامية (الشفافية والإفصاح)

يوفر سوق الأسهم الشفافية من خلال إلزام الشركات المدرجة فيه بالإفصاح عن جميع البيانات والمعلومات للمستثمرين والخاصة بأعمالها وإستراتيجياتها التي قد تؤثر مباشرة على أسعار الأسهم ما يسهل تقييم الأسهم على أسس معلومة²، وهذا يخلق حالة من الشفافية تعكس الواقع الإقتصادي العام من خلال تقييم الشركات والمشروعات بكفاءة وزيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع هذه الشركات والحكم عليها، فإذا إنخفضت أسعار أسهم إحدى الشركات فهذا دليل قاطع على عدم نجاحها أو ضعف مركزها المالي³، ما يعنى إمكانية الرقابة على أداء الشركات من قبل المستثمرين الحاليين بمتابعة التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم وبالتالي تحفيز الإدارة على رفع كفاءتها⁴.

¹ - ماثيير كوهين، مرجع سبق ذكره، ص: 284-286.

² - محمد صالح جابر، الإستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الإستثمارية، دار وائل، عمان، 2005، ص: 37.

³ - حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، القاهرة، 2006، ص: 19-20.

⁴ - عبد السلام بن جدو، مرجع سبق ذكره، ص: 132.

كما تتيح المؤشرات معرفة كاملة بحالة الشركات المسجلة في البورصة وبالتالي الحالة الاقتصادية الكلية¹، إضافة إلى هذا تساعد المعلومات المتاحة والمفصح عنها المستثمرين المحتملين في توجيه قراراتهم نحو الإستثمارات عالية الأرباح².

تجدر الإشارة إلى أن سوق الأسهم وجد لتوفير الأموال لأصحاب الشركات والمشاريع نظرا لحاجتهم لرؤوس الأموال وهي ما تسمى بالوظيفة التمويلية إلا أنها تتم في السوق الأولية، حيث أن الشركة الراغبة في إنشاء مشروع أو زيادة رأسمالها تقوم بإصدار أسهم، فالحصول على الأموال مقابل إصدارها يتم في السوق الأولية ما يؤدي إلى دخول مستثمرين جدد وزيادة عدد المساهمين، أما السوق الثانوية فيتم فيها تداول تلك الأسهم بين المستثمرين.

¹ - أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية: سلسلة تبسيط الفكر الإسلامي في مجال التمويل والإستثمار، دار السلام، مصر، 2006، ص: 26.

² - رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

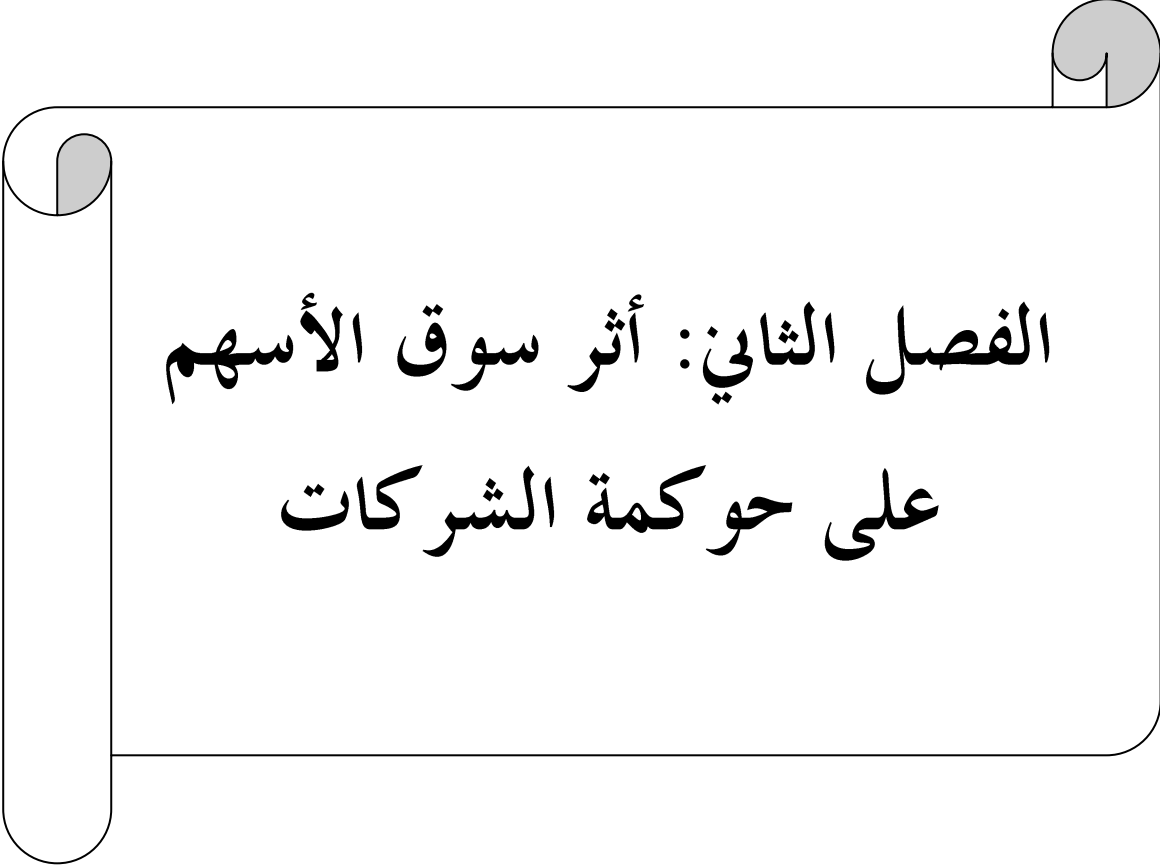
خلاصة:

لقد إتضح تزايد الإهتمام العالمي بحوكمة الشركات والذي جاء نتيجة الرغبة في تفادي تكرار حدوث الأزمات والإهيارات والفضائح المالية الدولية التي عصفت بالإقتصاد العالمي خلال نهاية القرن الماضي وبداية القرن الحالي، حيث أن لحوكمة الشركات أهمية كبيرة نظرا لما تحققه من إضفاء الشفافية والثقة والمصدقية للمعلومات الواردة في القوائم المالية للشركات وما ينتج عنه من فائدة تعود على الشركة وكل أصحاب المصالح فيها.

ويستند تطبيق حوكمة الشركات إلى مجموعة من المبادئ التي تعد وفق ضوابط لضمان فعالية التطبيق الجيد والسليم لها، فتتمثل الضوابط في المحددات الداخلية التي تشمل القواعد والأسس داخل الشركات والمحددات الخارجية كالقوانين التي تعمل في ظلها تلك الشركات، حيث أن توافر هذه المحددات من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى يقلل من التعارض بين مصالح الأطراف وبالتالي ضمان حسن إدارة الشركة، فالحوكمة كنظام تعتمد على تطبيق سياسات الحرية الإقتصادية ونشر ثقافة الإلتزام والإعتماد على آليات متعددة لرفع أداء الشركات. وتختلف تطبيقات حوكمة الشركات من دولة إلى أخرى حسب ظروف وبيئة أعمال كل دولة.

سوق الأسهم هي شق من سوق رأس المال التي هي بدورها قسم من السوق المالية، حيث يتم التعامل فيها بالأسهم، كما تنقسم سوق الأسهم كذلك إلى سوق أولية (سوق الإصدار) تتم فيها إصدار الأسهم لأول مرة مقابل تأمين الأموال لمختلف المشاريع، وسوق ثانوية لتداول الأسهم التي سبق إصدارها في السوق الأولية. وتتدخل في سوق الأسهم كل من: المتعاملون المتمثلون في عارضي الأسهم المصدرين لها وطالبيها العارضين لرؤوس الأموال، والعاملون في السوق الممثلون في متعهدو الإصدار والوسطاء، إضافة إلى سلطات السوق المشرفة عليه والمراقبة لعمله، وكذا الجهات المشرفة على التسوية والحفظ المركزي.

كما تستمد السوق أهميتها من خلال قيامها بدور متعدد الأوجه مفاده توفير الأموال لأصحاب الشركات والمشاريع نظرا لحاجتهم لرؤوس الأموال، وتتمثل الوظائف الأساسية لسوق الأسهم في إكتشاف السعر للوصول إلى القيمة الحقيقية للأسهم إضافة إلى تحديد أسعارها، ووظيفة توفير السيولة بالتعامل في الأسهم بسرعة وسهولة دون تضحية أو خسارة، إلى جانب وظائف تابعة ومكملة للوظائف الأساسية المتمثلة في تحويل الهياكل الصناعية ويقصد بها ما يمكن أن تحدثه السوق من تغيرات في هياكل الملكية، والوظيفة الإعلامية من خلال الإفصاح والشفافية وتوفير المعلومات للمستثمرين.



الفصل الثاني: أثر سوق الأسهم
على حوكمة الشركات

تمهيد:

تعتبر سوق الأسهم أحد أهم مجالات الإستثمار كونها الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفء للموارد المتاحة لديهم كما تعد أداة تساعد في حوكمة الشركات وضبط سلوك الإدارة بها، ولقيام السوق بذلك تطلب الأمر منها توفير قدر من البيانات والمعلومات الصحيحة المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أسهما في هذه السوق حتى يتمكن المستثمرون من ترشيد قراراتهم وتحقيق غاياتهم، وبما أنه يتم إعداد القوائم المالية للشركات من قبل الإدارة فإنه قد تنتج معلومات ذات مصداقية أقل، وهذا ما يؤدي إلى فقدان ثقة جميع الأطراف المستعملة لتلك المعلومات، حيث تجسد هذا الأمر أكثر بعد الإنهيارات المالية لكبريات الشركات والتي نتج عنها إفتقاد الثقة في الأسواق وإنصراف المستثمرين عنها.

كما تلعب سوق الأسهم دورا هاما في ضبط سلوك إدارة الشركات المدرجة فيها عن طريق وظائفه، فمن خلال إضفاء الشفافية على التعامل في الأسهم وتوفيرها للسيولة فإنها تساعد المساهمين الحاليين والمحتملين على حد سواء من ترشيد قراراتهم وضبط سلوك إدارة الشركات وتحفيزها على رفع كفاءتها لتعظيم قيمتها، كما تمكن السوق كذلك المستثمرين من الإضطلاع على أوضاع تلك الشركات وتقييمها بشكل يساهم في تحديد توجههم الإستثماري وتقييم أداء الشركات من خلال توفيرها للمعلومات الصحيحة والمدققة. كما قد تعترض السوق معوقات شتى تحول دون أداء وظيفتها على أكمل وجه.

يهدف هذا الفصل إلى التعرف على دور سوق الأسهم في ضبط سلوك إدارة الشركات المدرجة فيه وهذا وفق الخطة التالية:

- ❖ المبحث الأول: دور إفصاح المعلومات وسيولة السوق على كفاءة إدارة الشركة
- ❖ المبحث الثاني: أثر وظيفة التسعير على حوكمة الشركات وتعرثر السوق في ذلك

المبحث الأول: دور إفصاح المعلومات وسيولة السوق على كفاءة إدارة الشركة

يعد الإفصاح عن المعلومات الضرورية للمتعاملين في السوق مهما كونه يساعدهم في تحقيق رقابة محكمة على أداء الشركات المدرجة أسهمها فيها، كما أن السوق من خلال تدقيقها في تلك المعلومات توفر نوعاً من الطمأنينة لدى المتعاملين وتزيد من ثقتهم. إلا أن عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى إنسحاب أطراف لا تمتلك تلك المعلومات فيصغر بذلك حجم السوق، وهو ما يؤدي بدوره إلى تخفيض سيولة سوق الأسهم وبالتالي التأثير على قيمة الشركة. ويتطرق هذا المبحث للتعرف على دور الإفصاح وكذا الإشارات التي تبعثها الشركات والمتمثلة في سياسة توزيع الأرباح في توجيه سلوك المستثمرين وضبط سلوك الإدارة بالشركة، إضافة إلى أثر سيولة السوق في ذلك.

المطلب الأول: أثر الوظيفة الإعلامية للسوق في ضبط سلوك الإدارة

تساهم السوق بشكل كبير في إضفاء الشفافية على التعامل في الأسهم ودعم قرار المستثمرين من خلال إرغامها للشركات المدرجة فيها أو الراغبة في الإدراج على الإفصاح عن المعلومات، وكذلك قيام سلطاتها بالتحقق من مصداقية تلك المعلومات. وسيتناول هذا المطلب ذلك الدور إضافة إلى عدم تماثل المعلومات وتأثيرها على قيمة الشركة.

الفرع الأول: دور الإفصاح في توجيه سلوك المستثمرين

تلزم سوق الأسهم الشركات المدرجة فيها بالنشر الكامل والصحيح للبيانات والمعلومات المتعلقة بتلك الشركات¹، حيث يتم الكشف عن نوعين من البيانات هما:

- الكشف عن البيانات المالية: يقوم مجلس الإدارة بتزويد حملة الأسهم وغيرهم من أصحاب المصلحة بمعلومات عن النتائج المالية والتشغيلية للشركة وتشمل البيانات المالية القوائم المالية ونتائج الأعمال وكذا تقارير مجلس الإدارة ومراقبي الحسابات ويتم الإفصاح عنها في أوقات محددة تتسم بالدورية²، كما يتطلب الإفصاح شمول القوائم المالية على جميع المعلومات الضرورية لإعطاء صورة واضحة عن الأداء المركز المالي للشركة، وتتوقف مصداقية هذه الكشوفات المالية على مدى متانة المعايير المعتمدة والتي يجب أن تكون في إطار مبادئ المحاسبة المقبولة والمعترف بها وبتصديق من مراجعي الحسابات الخارجيين. وكذلك الكشف عن مسؤوليات مجلس الإدارة فيما يتعلق بعملية إعداد البيانات المالية والإبلاغ عنها، وهذا ما يعث الطمأنينة لدى حملة الأسهم وغيرهم إزاء البيانات المعروضة كونها تعبر بدقة عن وضع الشركة³.

- الكشف عن البيانات غير المالية: وتشمل الكشف عن أهداف الشركة كالأهداف التجارية وأهداف الإدارة، إضافة إلى الكشف الكامل عن تركيز ملكية الأسهم وهيكله لجميع حملة الأسهم خاصة في حالة

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 236.

² - حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، 2001، ص: 142.

³ - إرشادات بشأن الممارسات الجيدة في الكشف عن البيانات في سياق إدارة الشركات، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، الأمم المتحدة، ص: 03-04، من الموقع: www.unctad.org/ar/docs/iletteb20063_ar.pdf، بتاريخ: 2014/03/05.

الفصل الثاني: أثر سوق الأسهم على حوكمة الشركات

حدوث تغييرات في ملكية الأسهم لكبار المساهمين. حيث نجد أن الكشف في بعض البلدان كألمانيا ملزما عندما تتجاوز ملكية الأسهم عتبات معينة. كذلك الكشف عن تكوين المجلس ووظائفه وهيكل الإدارة ومرتببات ومكافئات المدراء وغيرها، بحيث أن عمليات المراجعة الخارجية المستقلة لحسابات الشركة ينبغي أن توفر ضمانات موضوعية بشأن الأداء والوضع الماليين للشركة¹.

إن الشركات التي يتم تداول أسهما في السوق مطالبة بتطبيق معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الصادر عن المجلس الدولي للمعايير المحاسبية، وكذا إعداد القوائم المالية طبقا للمبادئ المحاسبية المقبولة قبولا عاما² والمعتمدة في جميع أنحاء العالم³.

وتلعب عدة عوامل دورا هاما في التأثير على سلوك الشركات والمستثمرين والتي يعرضها الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-1): أهم عوامل التأثير على سلوك الشركات والمستثمرين

التدقيق الداخلي	التدقيق الخارجي	لجان التدقيق
يساعد في عملية حوكمة الشركات من خلال تقييم الأداء، كونه تابعا للجنة تدقيق منبثقة عن مجلس الإدارة.	يقوم المدقق الخارجي بإبداء رأيه الفني المحايد حول مدى مصداقية وعدالة القوائم المالية، وعليه فهو يلعب دور حوكمي في أنشطة التقرير المالي للإدارة وبالتالي إضفاء الثقة والمصداقية على المعلومات المحاسبية ما يمكن أصحاب المصلحة من الحصول على أعلى جودة للتقارير المالية.	تقوم بمراقبة عملية التقرير المالي والإفصاح لحملة الأسهم والتأكد من مصداقيتها وتدعيم إستقلال عملية التدقيق.

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على العديد من المراجع.

ولتحقيق كفاءة المناخ التنظيمي والرقابي يجب الإرتكاز على دعامتين هامتين هما: الإفصاح والشفافية والمعايير المحاسبية السليمة⁴، حيث يعتبر الإفصاح أداة قوية للتأثير على سلوك الشركات وحماية المستثمرين كونه يجذب رأس المال ويحافظ على الثقة في أسواق رأس المال⁵، وبهذا يمكن المساهمين من مساءلة مجلس الإدارة لإبداء رغبتهم في ممارسة مسؤوليتهم كمالك. وتدعيم الإفصاح وحماية المستثمرين قامت المفوضية

¹ - نفس المرجع، ص: 09-12.

² - تدقيق التحكم المؤسسي في ظل معايير التدقيق المتعارف عليها: إطار مقترح، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2012، ص: 232، من الموقع: www.univ-ouargla.dz/.../PGs/entreprise%20n2_2.html، بتاريخ: 2014/03/05.

³ - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 183.

⁴ - هديل بنت عبد الله السمحان، حوكمة الشركات، مجلة التعاون، العدد 76، المملكة العربية السعودية، جويلية 2012، ص: 122.

⁵ - جبار محفوظ وآخرون، أخلاقيات الأعمال والأسواق المالية الكفؤة: بعض التطبيقات على السوق المالية الجزائرية، مداخلة في المنتدى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة باجي مختار، عنابة، يومي 18-19 نوفمبر 2009.

الأوروبية. مهمة تطوير وتوحيد الإطار التشريعي لقانون الشركات عن طريق فريق عمل عالي المستوى ببروكسل¹

كذلك لتعزيز إجراءات الحوكمة الداخلية وجعلها أكثر فاعلية يجب تعزيز النظم الخارجية للأسواق المالية والمؤسسات وزيادة كفاءتها ومعاينة المخالفين وحماية مصالح المستثمرين وأصحاب المصلحة، وذلك لزيادة كفاءة أداء الشركات إلى أقصى درجة وتقليل المخاطر قدر الإمكان².

وبهذا توفر السوق الطمأنينة لدى المتعاملين من خلال تدقيقها لتلك البيانات المفصح عنها من طرف الشركات المدرجة فيها، فتمكن المتعاملين بالتالي من ترشيد قراراتهم الإستثمارية وزيادة ثقتهم بعمليات السوق وإستقطاب المزيد من المشاركين. وإذا ما وفرت السوق المعلومات بالمصداقية والشفافية المطلوبتين فإن الأسعار ستعكس القيمة الحقيقية لتلك الشركات وهو ما يؤدي بالمستثمرين إلى توجيه مدخراتهم وأموالهم إلى المشاريع الأكثر ربحية³، وبالتالي فالسوق بتوفيرها للمعلومات عن الشركات المدرجة فيها تمكن المساهمين الحاليين من تحقيق رقابة محكمة على تلك الشركات وضبط سلوك إدارتها بتوفير حوافز لتحسين الكفاءات الإدارية وبالتالي تحقيق فعالية إدارية أكبر، كما تدعم قرارات المساهمين المحتملين. فلكي يقبل المستثمر على الإستثمار في الأسهم فإنه يعتمد على المعلومات التي تنشرها السوق والتي يجب أن تقنعه بربحية الإستثمار في الأسهم، لذلك يجب أن توفر السوق الإعلام المالي الذي يوفر ويحلل البيانات المتعلقة بالوضع المالي للشركات المصدرة للأسهم، فنجد الدول التي بها أسواق مالية قوية لا يجد فيها المستثمر صعوبة الحصول على تلك المعلومات من مختلف المصادر مجاناً أو بتكلفة زهيدة، على عكس نظام الإعلام المالي السائد في أسواق الدول النامية الذي يشوبه عدة جوانب من القصور مما يقلل من كفاءته، والتي من أهمها:⁴

- التعتيم والإبطاء في الإمداد بالمعلومات (التأخير في نشر القوائم المالية).
- قصور في الوسائل التي من شأنها توفير المعلومات الضرورية للمستثمرين وعدم توفير العلانية نظراً لغياب أنظمة إلكترونية لنقل المعلومات وتطور الأسعار أول بأول.
- إنحياز السياسة الإقتصادية إلى سوق النقد دون سوق الأوراق المالية.

¹ - هديل بنت عبد الله السمحان، مرجع سبق ذكره، ص: 121

² - نفس المرجع، ص: 125.

³ - عبد السلام بن جدو، مرجع سبق ذكره، ص: 142.

⁴ - مأمون إبراهيم السيد، أسواق الأوراق المالية، المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، 1998، ص ص: 37-38.

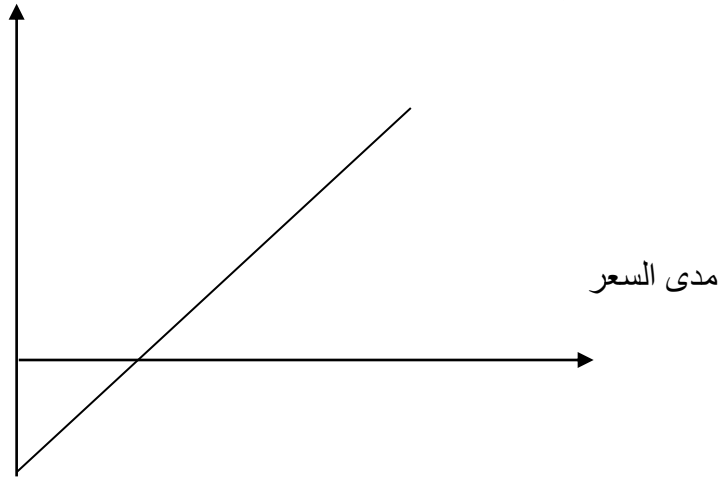
الفرع الثاني: أثر عدم تماثل المعلومات على قيمة السهم

يعتبر مدير الشركة وموظفوها من أهم وأخطر الأطراف المطلعة على المعلومات غير المعلن عنها، أي أن الأطراف الداخلية التي لديها من الخبرة في مجال عملها ما يجعلها تكتسب ميزة معلوماتية نسبية عن الأطراف الخارجية¹. حيث يحدث وأن تعتمد إدارة الشركة حجب معلومات معينة ذات أهمية قصوى للمستثمر فهو بحاجة إليها لتحديد توجهاته الإستثمارية، فيتم حجب المعلومات وذلك لسببين: الأول هو الاعتقاد أنها تضر بالمركز التنافسي للشركة² والسبب الثاني بغرض إستخدامها في تحقيق عائد غير عادي من الأسهم التي تملكها، أو قد تحجب المعلومات المحاسبية من أجل إستغلالها قبل نشرها في التقارير المالية لتحقيق أرباح غير عادية من الأسهم التي تملكها، وإن كان بإمكان الأطراف الخارجية التعاقد مع الأطراف الداخلية على عدم الإتجار في أسهم الشركة التي يديرونها بغرض منعهم من إستغلال المعلومات الخاصة، إلا أن ذلك يؤدي إلى زيادة التعارض في المصالح بين المديرين والمستثمرين، أي القضاء على منفعة إمتلاك هذه الأسهم³.

وفي دراسة قام بها "Mendelson" 1985، توضح أن زيادة المعاملين يؤدي إلى زيادة متوسط العائد المتوقع من التعامل، وهذه الزيادة تنتج عنها زيادة درجة السيولة في السوق والتقليل من الإختلافات في الأسعار⁴.

والشكل التالي يوضح علاقة ما سبق كما يلي:

الشكل رقم (2-1): العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومدى السعر
عدم تماثل المعلومات



المصدر: كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 24.

¹ - الإفصاح، من الموقع: www.jsc-gov.jo، بتاريخ: 2013/02/16.

² - فيروز رجال، أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية: دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (1999-2003)، رسالة ماجستير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالة، 2004-2003، ص: 77.

³ - المعتصم بالله الغرياني، حوكمة شركات المساهمة: دراسة في الأسس الإقتصادية والقانونية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص: 150.

⁴ - كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 24.

المطلب الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة وكفاءة إدارتها

يعتبر قرار توزيع الأرباح أو احتجازها من أهم قرارات إدارة الشركة نظرا لتأثيره المباشر على سعر أسهم الشركة في السوق وبالتالي تحسن أو ضبط الإدارة بالشركة وسيحاول هذا المطلب دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة ومن ثم الحكم على كفاءة إدارتها.

الفرع الأول: دوافع تفضيل توزيع الأرباح وتأثيره على قيمة الشركة

يتصرف المتعاملون في السوق بناء على معلومات تصدرها الشركة حول آدائها الحالي والمستقبلي، وينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها إشارات مالية تعكس رغبة الشركة مستقبلا ما يترك أثرا على القيمة السوقية للسهم¹، فتوزيع الأرباح يعكس صحة الحالة المالية للشركة خاصة إذا ما قامت بالتوفيق بين عملية التوزيع وزيادة الإستثمار في نفس الوقت. كما تحفز التوزيعات المساهمين الحاليين على الإحتفاظ بأسهمهم وكذا تحفيز المستثمرين المحتملين على الإكتتاب في الإصدارات الجديدة عند قيام الشركة بزيادة رأس مالها²، أما إنخفاض نسبة التوزيعات فتحفز المساهمين الحاليين على التخلي عن أسهمهم ما يدفع شركات أخرى لمحاولة السيطرة على الشركة وإذا ما أرادت إدارة الشركة تجنب وقوع ذلك فعليها رفع نسبة التوزيعات³.

إذن تعتبر التوزيعات مصدرا للمعلومات حول كفاءة إدارة الشركة، فالمساهمين الذين لا تتاح لهم الفرصة لمتابعة نشاط الشركة ينظرون إلى التوزيعات فإذا كانت مرتفعة فهذا يدل على نجاح الشركة وينعكس إيجابا على قيمتها فيرفع من سعر أسهمها وبالتالي تعظيم الربح وهو ما يدل على كفاءة الإدارة في إستخدام مواردها بما يحقق مصالح المساهمين بتعزيز ثروتهم أخذًا بعين الإعتبار الأهداف الشخصية للمديرين⁴.

تقوم نظرية (M&M) على عدم وجود ضرائب وهو أمر غير واقعي وأكده "مايرون جوردن" و"جون لينتر" في نظرية عصفور في اليد Birder the Hand theory⁵، حيث طالما أن التوزيعات تزيل عدم التأكد بالنسبة للمستثمر فيجب رفع التوزيعات مما يؤدي إلى معدل عائد أكبر في شكل توزيعات ومن ثم تعظيم القيمة السوقية للسهم وبالتالي تخفيض تكلفة الأموال⁶، فالتوزيعات في يد المستثمر في الوقت الحالي أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها مستقبلا⁷.

¹ – Yves Brissy et autres, **Governance et Communication Financiere**, groupe eyrollesces, paris, 2008, p: 35.

² – محمد زرقون، أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة: دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي بالجزائر، مجلة الباحث-08، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010، ص: 85-86 (بتصرف).

³ – منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1996، ص: 349.

⁴ – عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري، الأردن، 2009، ص: 368.

⁵ – محمد زرقون، أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة: دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

⁶ – منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 361.

⁷ – محمد صالح الحناوي وحلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص: 379.

فهذه التوزيعات المتوقعة هي العامل الأساسي المعتمد عليه في تقييم أسعار الأسهم من قبل المستثمرين والمساهمين، حيث يرى هؤلاء أن زيادة توزيعات الأرباح هي إشارة من قبل إدارة الشركة على الأرباح المستقبلية¹، فإذا توقع السوق لمشروع ما أداء جيد إنعكس ذلك على أسعار الأسهم بالارتفاع والعكس إذا كانت توقعات السوق حول مشروع ما سيئة، فتقييم السوق للشركة ينعكس في أسعار أسهمها لهذا يجب على الإدارة تعظيم ثروة الملاك من خلال رفع القيمة السوقية للسهم، حيث كلما زادت نسبة أداء الإدارة كلما إرتفعت أسعار أسهم الشركة، وبالتالي فأسعار الأسهم هي المقياس الذي من خلاله يقدر المساهمين مدى إنجازات وكفاءة الإدارة²، وعند قيام الشركة بزيادة نسبة الأرباح الموزعة ينعكس ذلك إيجاباً على قيمتها وبالتالي الحكم بكفاءة إدارتها³.

يتضح مما سبق أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى زيادة سعر السهم في السوق وهو ما يجذب المساهمين. من جهة أخرى يرى "ميلر" و"مودكلياني" (M&M) في نظرية عدم ملائمة التوزيعات بعدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة، بمعنى أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم فهي لا تؤثر عليه ولا على تكلفة الأموال للشركة⁴، وقيمة الشركة تتحدد بكفاءة قرارات الإستثمار أي قدرة الأصول على توليد الأرباح، أما التصرف في هذه الأخيرة فلا أثر له على قيمة الشركة. وبالتالي فسياسة التوزيع لا تعني شيء بالنسبة لحامل السهم، فعلى الشركة إختيار سياسة التوزيع التي تناسبها وتوزيع الأرباح أو عدمه لن يؤثر على ثروة الملاك ومنه لا تأثير لذلك على قيمة الشركة⁵، وهو ما يؤكد كذلك " Van Horne".

ويؤكد كل من "ليزن بيرجي" و"راما سواني" في نظرية التفضيل الضريبي (نظرية عصفور على الشجرة) على تفضيل إحتجاز الأرباح بسبب خضوع الأرباح الرأسمالية لمعدل ضريبة أقل مقارنة بالضريبة على التوزيعات⁶ لأن لديهم حساسية التعرض لمخاطر العسر والإفلاس المتأتية من التمويل الخارجي، وبالتالي عدم السماح بدخول مساهمين جدد قد يعملون على السيطرة والرقابة على الشركة.

مما سبق يتضح أن لتوزيعات الأرباح التي تجريها الشركة تأثير على قيمتها، فالزيادة في التوزيعات تبعث إشارات إيجابية ومستقبل مبشر للشركة وزيادة ثروة الملاك، ويهتم المساهمين بالتوزيعات كونها تعتبر مكافأة لهم عن مشاركتهم في الشركة، فالزيادة في توزيعات الأرباح قد تكون مؤشراً على أن إدارة الشركة لا تفرط في

1- محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص: 419.

2- عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، دار المسيرة، ط 02، الأردن، 2008، ص: 30-31.

3- محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 423.

4- عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 455.

5- عادل بوطلالة، تمويل المنشآت الاقتصادية بين نظامي الإستاندانة والبورصة: دراسة لأثر التمويل المباشر على قيمة المنشأة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2007-2008، ص: 141.

6- محمد زرقون، أثر الإكتساب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة: دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

إستخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية وهو ما يقلل من تكلفة الوكالة¹. إضافة إلى ذلك لما تكون التوزيعات واضحة فهذا يساعد على المحافظة على المساهمين كونهم يعلمون بنسبة التوزيعات ما يشجعهم على الإحتفاظ بأسهمهم نظرا لأثرها الإيجابي على سعر السهم وحسن أداء الإدارة². ونجد الملاك المشتتون الممثلون في نظام الخارجيين يفضلون توزيع الأرباح على إحتجازها فهم أساسا قاموا بشراء السهم من أجل تعظيم الأرباح، وإذا لم تقم الشركة بالتوزيعات يمكنهم الخروج من الشركة عن طريق بيع أسهمهم، فالتهديد بالخروج يفسح مجالاً لمن يرغبون في تحسين أداء الإدارة بالسيطرة على الشركة وهذا يفرض إنضباطاً على سلوك الإدارة خوفاً من تغيير هياكل الملكية والإدارة³.

ووفقاً لنماذج تقييم الأسهم فإن قيمة السهم تتأثر من جهة بنسبة التوزيعات، ومن جهة أخرى بمعدل النمو في التوزيعات الذي يتأثر بدوره بمقدار الأرباح التي تم إحتجازها وإعادة إستثمارها في الشركة، ففي حالة إحتجاز المزيد من الأرباح يؤدي ذلك إلى زيادة معدل النمو وبالتالي زيادة قيمة السهم وهو ما ينعكس إيجاباً على قيمة الشركة. بحيث نجد المساهمين الداخليين يفضلون فائض القيمة والإستفادة من الوفورات الضريبية عن طريق إحتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها

المطلب الثالث: دور سيولة السوق في حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة الإدارة

لقد إهتمت الدراسات الحديثة بوضع العديد من المؤشرات والتي من بين أهمها نجد سيولة السوق، إذ أن لسيولة الورقة المالية تأثير على قيمتها السوقية وهو أمر يهم المستثمر كما يهم الشركة المصدرة للورقة، ومن خلال هذا المطلب سيتم التعرف على أثر سيولة السوق في ضبط سلوك الإدارة وشروط السيولة.

الفرع الأول: أثر سيولة السوق في ضبط سلوك الإدارة

السيولة، تعتبر إحدى الوظائف الأساسية للسوق فلا تقتصر أهميتها على تمكين المستثمرين من تحويل أوراقهم المالية إلى سيولة بسرعة ويسر فقط وإنما أيضاً تعتبر أحد الأدوات الهامة التي تمكن المستثمرين من تصرفات الإدارة غير الرشيدة للشركات التي يمتلكون أسهماً فيها من معاقبتها (الإدارة) على ذلك بالخروج السهل والآمن في أي لحظة يكونون فيها أمام المخاطرة بعوائد إستثماراتهم في الأوراق المالية أو خسارة رأس المال المستثمر فيها وذلك عندما تبالغ الإدارة في إستخدام أموالهم لإشباع منافعها الشخصية، فيتاح لهم التخلص من تلك الإستثمارات وإعادة الإستثمار في شركات أخرى على أمل تحقيق أرباح أكثر إرتفاعاً وعلى نحو آمن⁴، ويحدث ذلك في أسواق الأسهم المتطورة التي تتسم بدرجة عالية من السيولة أين تسود نظم خارجية للحوكمة بحيث يؤكدون ويعملون على تعزيز السيولة في الأسواق المالية.

¹ - نفس المرجع، ص: 88.

² - Hervé Hutin, **toute la finance d'entreprise**, édition d'organisation, 2ème édition, paris, 2009, p: 277.

³ - مارك هيسيل، مجلس إدارة الشركات: الرقابة من خلال التمثيل، ص ص: 36-37، من الموقع: www.hawkama.net، بتاريخ: 2013/11/07.

⁴ - Guy Caudamine et Jean Montier, **Banque et Marchés Financiers**, economica, paris, 1998, pp: 312-313.

لكن لا يعتبر فقط الخروج من الشركة هو أحد الأدوات لضبط سلوك الإدارة بل هناك التصويت بالأيدي (نظم الداخلين) الذين بتصرفاتهم يخفضون من سيولة الأسواق المالية بمعنى أن فرض الإنضباط وترشيد سلوك الإدارة قد يحدث من الداخل دون أن يكون السوق سائلاً¹.

ولكي تكون مقاييس سيولة سوق الأوراق المالية أكثر واقعية، يجب أن تأخذ بعين الاعتبار كل التكاليف المتعلقة بالمعاملات داخل السوق بما فيها التكاليف الزمنية وتلك المتعلقة بعدم التأكد من الحصول على مقابل أو تلك الناجمة عن تصفية المعاملات... الخ².

ولما كان حجم المعاملات (حجم الصفقات) يدل على الأموال السائلة المتداولة فإن من أهم مقاييس السيولة هي:

- نسبة حجم المعاملات إلى حجم الإقتصاد ككل أو إلى حجم السوق، حيث أن:

نسبة حجم المعاملات = قيمة الأوراق المالية المتداولة / إجمالي رأس المال السوقي

وارتفاع هذه النسبة يعكس الإتساع النسبي للسوق و أدائها لوظيفة السيولة على أكمل وجه³، كما تعبر عن دورة رأس المال أي حجم المعاملات بالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية.

- نسبة حجم التداول: وتمثل نسبة قيمة الأوراق المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي، كما في الصيغة التالية:

نسبة حجم التداول = قيمة الأوراق المالية المتداولة / الناتج المحلي الإجمالي

وهذه النسبة تقيس بشكل غير مباشر تكاليف شراء وبيع الأوراق المالية بالأسعار المعلنة وإذا ما كان التعامل في الأوراق المالية مكلفاً جداً أو ينطوي على مخاطرة كبيرة للمتعاملين فإن تداولها يكون محدوداً.

الفرع الثاني: شروط السيولة

سيولة سوق ورقة مالية ما يفترض أن يجد المتعامل فيها الطرف المقابل للعملية، غير أن هذا لا يتم إلا في الحدود التي يكون فيها السوق متسع بما فيه الكفاية، وهنا يجب أن يتوفر حجم هام من الصكوك في التداول لتكون في متناول الجمهور⁴. إذن فمن متطلبات السيولة إتساع وعمق السوق.

¹ - كاترين ل وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 10 (بتصرف).

² - إبراهيم منصور، تنمية أسواق الأوراق المالية: بورصة الدار البيضاء نموذجاً، مجلة العلوم الاجتماعية، مجلد: 27، العدد: 2، جامعة الكويت، الكويت، صيف 1999، ص ص: 90-91.

³ - عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة، القاهرة، 1996، ص 137.

⁴ - Alain Choinel et Gérard Rouyer, **Op-cit**, pp: 33-34.

أولاً: إتساع السوق

يقصد بسعة السوق أن هناك عددا كبيرا من أوامر البيع والشراء للورقة المالية من جهات مختلفة لا إرتباط بينها، وهو ما ينتج عنه حجم تداول كثيف، وعلى العكس من ذلك يعني ضيق السوق أن هناك عدد قليلا من أوامر البيع والشراء من نفس الجهات ولا تؤدي إلا إلى حجم تداول محدود¹. ومع إتساع السوق تزيد فرص إستقرار الأسعار تبعا لزيادة حجم الأوامر وزيادة عدد المتعاملين، ويقلل ذلك من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وهو ما يضعف من دافع تأجيل القرار لدى البائع أو المشتري المحتمل.

ثانياً: عمق السوق

تتحقق سمة العمق للسوق عندما يكون التعامل على الورقة المالية نشطا، وذلك بوجود أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المعنية، ونتيجة لذلك فإن عدم وجود أوامر بيع أو شراء عكسية لا يترتب عليه إلا تغير طفيف في سعر الورقة، وهو ما يعني أنه إذا ما حدثت خسائر رأسمالية فإنها تكون عند حدود دنيا (منخفضة). وعلى العكس من ذلك يتسم السوق بالضخامة عندما لا تكون هناك استمرارية في أوامر البيع والشراء، ومن ثم تؤدي إلى حالة من الترقب إما من طرف البائعين الذين يخشون الخسارة في حالة زيادة العرض على الطلب، وإما من طرف المشترين الذين لا يرغبون في الشراء بأسعار مرتفعة في حالة زيادة الطلب على العرض، ويستمر الأمر هكذا إلى غاية تحقق التوازن بين العرض والطلب من جديد².

ثالثاً: مساهمة أعضاء السوق

بالنسبة للأوراق المالية التي يتسم سوقها بحركة نشطة (أي التي تصل أوامر البيع والشراء لها من لحظة لأخرى)، يلعب السماسرة داخل البورصة الدور الأكبر في توفير السيولة المطلوبة لها. إذ من خلالها تتم مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع، وإذا ما وقع خلل شديد بين العرض والطلب فيتدخل صناع السوق بمبدئين إستعدادهم لشراء الفائض أو بيع المزيد من تلك الأوراق. أما بالنسبة للأوراق المالية التي يكون التعامل فيها أقل نشاطا فيفترض أن يكون لكل نوع منها متخصص في صناعة سوقها، حيث يقف هذا الأخير على استعداد دائم لتنفيذ الأمر سواء كان أمرا للشراء أو أمرا للبيع³. إذن فتوفير السيولة وتخفيض تكلفة المعاملات هي ليست فقط نتيجة لوجود أعداد كبيرة من المستثمرين وصغار المدخرين الراغبين في توظيف أموالهم بأدوات مضمونة العائد، بل أيضا نتيجة وجود فئة من الوسطاء لهم أهلية تحقيق الربط بين المصدرين والمستثمرين⁴.

¹ - أين عزت الميداني، الخصخصة ودور البورصات والمؤسسات المالية في التنمية الاقتصادية: تجارب عربية وأجنبية، إتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية، الكويت، يناير 1996، ص: 29.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 535.

³ - نفس المرجع، ص: 547.

⁴ - المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، تطوير أسواق السندات في الدول العربية، ضمان الإستثمار، العدد: 131، الكويت، فيفري 1999، ص: 02.

وقد أظهر (Milgrom and Glossten) عام 1985، أن الفرق في السعر يزيد عندما تزداد أهمية المعلومات لدى الأطراف الداخلية، وكذلك عندما يرتفع عدد المتعاملين الذين يملكون المعلومات نسبة إلى عدد المتعاملين الذين هم بحاجة إلى سيولة جاهزة. إذن فزيادة عدم تماثل المعلومات بالنسبة لهم معين، يؤدي بالمختصين إلى وضع مدى "spread" واسع لتقليل التعامل في السهم حتى يختفي مدى السعر في السوق¹ ويضع سعر الشراء منخفضا جدا وسعر البيع مرتفعا جدا، للحد من التعامل في السهم الذي يتصف بعدم تماثل المعلومات لمنع أي تعامل فيه ولا يعود التعامل فيه حتى يتم الإفصاح عن المعلومات التي بحوزة الأطراف الداخلية، وتوفيرها لكافة المتعاملين في السوق دون تحيز عن طريق نشرها في التقارير المالية، إذن كلما زاد عدد المستثمرين الذين لديهم معلومات خاصة أو زادت أهميتها، زاد المدى إتساعا وتجدد الإشارة إلى أن هناك نماذج عديدة تبرز العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومواصفات السوق المالية مثل: مدى السعر، تكاليف المعاملات، حجم التبادل والعائد من التعامل².

¹ - المعتصم بالله الغرياني، مرجع سبق ذكره، ص: 149-150.

² - فيروز رجال، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

المبحث الثاني: أثر وظيفة التسعير على حوكمة الشركات وتعثر السوق في ذلك

تستعمل السوق المعلومات المتوفرة لديها والصادرة عن مصدري أسهم الشركات المدرجة فيها لتحديد أسعار تلك الأسهم، وبالتالي تمكين المستثمرين من تقييم أداء تلك الشركات. إلا أن السوق قد تعثر في تحديد القيمة الحقيقية لتلك الأسهم كونها قد تعترضها عدة معوقات تفشل دورها في ضبط سلوك إدارة الشركات. وعلى هذا الأساس تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب: يتناول الأول أثر تكلفة التمويل على كفاءة إدارة الشركات المدرجة في السوق، أما المطلب الثاني فيتعرض إلى تقييم السعر العادل للأسهم ودوره في ضبط سلوك الإدارة، ويتناول المطلب الأخير المعوقات التي تعترض دور السوق في حوكمة الشركات.

المطلب الأول: أثر تكلفة التمويل على كفاءة الإدارة

تعتبر تكلفة التمويل بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول من طرف الممولين (المساهمين) على إستثماراتهم، كما أنها معدل الخصم المستعمل في تقييم الأسهم، ولاشك أن التكلفة المرتفعة تؤثر سلباً على قيمة الشركة ما يؤدي للحكم بعدم كفاءة الإدارة.

الفرع الأول: تكلفة رأس المال وتأثيرها على قيمة السهم

كل شركة تسعى لتحقيق هيكل رأس مال أمثل الذي هو مزيج من مصادر التمويل المختلفة فهو خليط من حقوق الملكية والدين بهدف تعظيم قيمة السهم في السوق المالي، وتدنية المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال¹، وهذا الأخير هو المتوسط المرجح لتكاليف مكونات هيكل رأس المال، فلقد أوضحت العديد من الدراسات الإستقصائية أن نسبة مئوية كبيرة من الشركات تعتمد على المتوسط الحسابي المرجح (الموزون) لتكلفة رأس المال في تحديد معدلات الخصم التي تستخدم في تقييم المشروعات الإستثمارية².
يحسب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بالمعادلة التالية³:

$$CMPC = (Kd \times Wd)(1 - T) + (Kcp \times Wcp)$$

$$CMPC = Kd \frac{d}{cp + d} (1 - T) + Kcp \frac{cp}{cp + d}$$

حيث:

CMPC: المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال.

Kd: تكلفة الإقتراض، Wd: نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال.

Kcp: تكلفة الأسهم العادية، Wcp: نسبة الأسهم العادية في هيكل رأس المال.

¹ - أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، ترجمة سرور علي إبراهيم، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق العملي، الجزء الأول، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2009، ص: 491 (بتصرف).

² - جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، لبنان، دس، ص: 249.

³ - عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 421.

تؤثر العديد من العوامل على تكلفة رأس المال كمعدلات الفائدة والضرائب التي تؤثر على تكلفة الدين وعلاوة مخاطر السوق والشركة، وهذه المخاطرة تمنح التعويض المناسب والملائم لمقدار ما يتحمله المخاطر¹، فتؤثر على تكلفة التمويل بحقوق الملكية، إضافة إلى سياسة التمويل والإستثمار وحصص الأرباح، ما يهمنا هو العوامل الثلاث الأخيرة لإتصالها بسياسة إدارة الشركة فتأثير هذه العوامل على التكلفة الوسطية المرجحة للأموال بالإرتفاع تعكس كفاءة الإدارة².

تختلف تكلفة كل مصدر تمويلي عن تكلفة غيره، فمن الخطأ والخطر أخذ تكلفة نوع واحد وإعتباره تكلفة للأموال المستثمرة في الشركة، حيث يعتبر قرار التمويل أحد أبرز القرارات الجوهرية للسياسة المالية* كون الشركة تسعى دائماً لتوفير هذه المصادر وبأقل تكلفة، ما ينعكس إيجاباً على قيمة السهم ومن ثم قيمة الشركة في السوق المالي، ومن هنا تتجسد أهمية تحديد تكلفة رأس المال والتي تتكون مما يلي:

أولاً: تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية

تتمثل تكلفة الأسهم العادية في معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين³، أما قيمة السهم فهي عبارة عن القيمة الحالية لتدفقاته المستقبلية وبما أنه لا وجود لتاريخ إستحقاق معين لهذا النوع من الأسهم فإن التدفقات النقدية تتمثل في التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر⁴. وهناك عدة طرق لحساب هذه التكلفة، أبرزها طريقتين هما⁵:

1- طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية

بموجب هذه الطريقة تحسب تكلفة الأسهم العادية وفقاً للمعادلة التالية:

$$K_{cp} = \frac{D}{P_o + g}$$

حيث:

K_{cp} : تكلفة الأسهم العادية.

D : الأرباح المتوقعة لكل سهم.

P_o : سعر إصدار الأسهم.

g : الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم.

¹ - الغالي بن إبراهيم، أبعاد القرار التمويلي والإستثماري في البنوك الإسلامية: دراسة تطبيقية، دار النفائس، الأردن، 2012، ص: 96.

² - أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص: 495-496.

*- للسياسة المالية ثلاثة قرارات هي: قرار التمويل، قرار الإستثمار وقرار توزيع الأرباح.

³ - Gérard Charreaux, **Finance D'entreprise**, EMS, 2éme édition, paris, 2000, p: 139.

⁴ - عاطف وليم إندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص: 407.

⁵ - عبد الستار مصطفى الصباح وسعود جايد العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل، ط 02، الأردن، 2006، ص:

2- نموذج تسعير الأصل الرأسمالي (MEDAF)

يتم تقدير تكلفة الأسهم العادية حسب هذه الطريقة من خلال المعادلة التالية¹:

$$K_{cp} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

حيث:

R_f : معدل مردودية الأصل الخالي من الخطر (معدل الفائدة على السندات الحكومية).

R_m : معدل عائد محفظة السوق (العائد الكلي للسوق).

β : معامل بيتا لقياس خطر السهم.

إلا أنه من الصعب معرفة التقديرات الصحيحة لبيتا التي يتوقعها المستثمرون للشركة في المستقبل بدقة وكذا علاوة مخاطرة السوق، لكن رغم ذلك فطريقة MEDAF هي أكثر الطرق إستخداماً².

ولإحتساب عائد السوق فيجب توفير مؤشر السوق أو إحصائيات رسملة السوق في بداية السنة ونهايتها ونسبة الربح الموزع إلى السعر الخاص بالسوق ويمكن إستخدام المعادلة التالية لإحتساب عائد السوق³:

$$\text{العائد الكلي للسوق} = (\text{عائد رأسمالي} + \text{عائد إيرادي}) \times 100\%$$

حيث أن:

$$\text{العائد الرأسمالي} = \frac{\text{قيمة مؤشر السوق نهاية السنة} - \text{قيمة مؤشر السوق بداية السنة}}{\text{قيمة مؤشر السوق بداية السنة}}$$

$$\text{العائد الإيرادي} = \frac{\text{إجمالي الأرباح الموزعة المدفوعة من الشركات المساهمة}}{\text{رسملة السوق الحالية لسوق الأسهم}}$$

يعد إصدار حقوق الملكية إشارة سلبية بالنسبة للقيمة الحقيقية لأسهم الشركة فهو دليل على أن القيمة الحقيقية للأسهم منخفضة، كما أن الإصدار الجديد يؤدي إلى تخفيض سعر الأسهم، فعند زيادة العروض من الأسهم يؤثر ذلك على سعر السهم بإنخفاضه لأن الشركة مجبرة على بيع الأسهم بسعر أقل، كما تكون تكاليف الإصدار الخاصة بالأسهم مرتفعة جداً⁴.

¹ - Charlos Henri d'Arcimoles et Jean Yves Saulquin, **Finance appliquée**, librairie vuibert, paris, 1995, p: 150.

² - أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص: 485.

³ - الإستثمار، من الموقع: <http://www.gulfbase.com/ar/InvestmentTutorial/Section?id=79>، بتاريخ: 2014/04/25.

⁴ - أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص: 476.

ثانياً: تكلفة التمويل عن طريق الديون

تتمثل تكلفة الإقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه الشركة للمستثمر بعد إستبعاد الوفورات الضريبية، فهي معدل الخصم الذي يتساوى عنده مبلغ (أصل) القرض مع القيمة الحالية للتدفقات المدفوعة للمقرض¹، وعليه فإن الوفر الضريبي يقلل من تكلفة الفائدة المدفوعة ما يسمح بزيادة قيمة السهم أي زيادة قيمة الشركة أو ثروة حملة الأسهم العادية المحددة بالمجرى النقدي بعد الضريبة²، وتعطى تكلفة الديون بالمعادلة التالية³:

$$KdT = Kd \times KdT = Kd(1 - T)$$

حيث:

KdT : تكلفة الإقتراض بعد الضريبة.

T : معدل الضريبة.

$Kd(1-T)$: العائد المطلوب من قبل المقرضين- الوفر الضريبي.

حيث يعتبر المقرضون أقل تعرضاً للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بغض النظر عن تحقيق الشركة للأرباح من عدمه، وكذا الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية في حالة الإفلاس، يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة إذ أنهم عرضة للمخاطر أكثر من الدائنين وأقل من حملة الأسهم العادية الذين يأتون في نهاية القائمة كونهم يتحملون مخاطر أكبر من غيرهم، ونظراً لأن التكلفة التي تدفعها الشركة تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة لذا فمن المتوقع أن يكون الإقتراض أقل تكلفة من باقي المصادر وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة⁴.

عادة ما تكون تكلفة الإصدار بالنسبة للدين صغيرة جداً، وتكون تكلفة الدين على الشركة أقل من معدل العائد المطلوب من طرف حملة الدين كون الحكومة تدفع جزء من إجمالي التكلفة⁵.

الفرع الثاني: علاقة تكلفة التمويل بقيمة السهم وكفاءة الإدارة

يعتبر تعظيم ثروة الملاك هدفاً تسعى الإدارة إلى تحقيقه⁶ خوفاً من إنخفاض القيمة السوقية للأسهم والذي قد يدفع شركات أخرى إلى محاولة السيطرة على الشركة وإغراء حملة الأسهم على التصويت لتغيير الإدارة⁷، وبالتالي لزيادة ثروة الملاك يجب العمل على رفع قيمة السهم، فتعظيم قيمة أسهم الشركة يتحقق من خلال تكوين هيكل رأس مال أمثل عن طريق تخفيض تكلفة الأموال.

1- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، ط 05، مصر، 2003، ص: 527-528.

2- عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 368.

3- أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص: 484 (بتصرف).

4- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 73.

5- نفس المرجع، نفس الصفحة.

6- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002، ص: 286.

7- زياد سليم رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار الصفاء، الأردن، 1996، ص: 65.

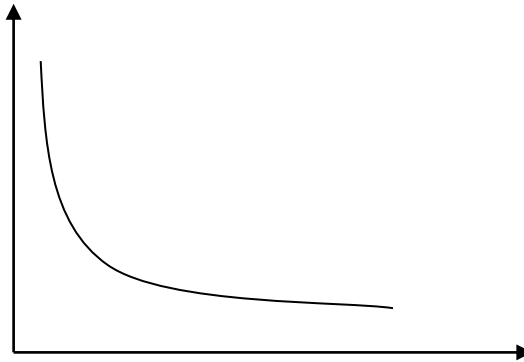
الفصل الثاني: أثر سوق الأسهم على حوكمة الشركات

إستخدام الدين الكبير، بالرغم من أنه يترتب عليه زيادة العائد المتوقع وتخفيض تكلفة الأموال من خلال الإستفادة من الرفع المالي وبالتالي رفع قيمة أسهم الشركة، إلا أنه يزيد من مخاطر الشركة بظهور تكلفة الإفلاس ما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال والتأثير السلبي على قيمة الأسهم، لذلك قد ترتفع تكلفة الإقتراض بسبب رغبة المقرضين بمتابعة سير أموالهم، فيقومون بذلك بأنفسهم أو يوكلون غيرهم للقيام بذلك ويتحملون جراء ذلك تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة، ما يدفعهم لنقل هذه الأخيرة إلى الملاك عن طريق رفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، وهذا ما يدفع الملاك كذلك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الإستثمار والنتيجة هي إرتفاع تكلفة الأموال وإخفاض قيمة الشركة¹.

ظهور تكلفتي الإفلاس والوكالة يستوجب إيقاف نسبة الأموال المقترضة عند مستوى معين بحيث تكون عنده قيمة الشركة في حدها الأقصى وتكلفة الأموال عند حدها الأدنى، وكلما زادت نسبة القروض عن هذا المستوى تبدأ قيمة الشركة في الإخفاض².

وبالتالي كلما إنخفضت تكلفة الأموال كلما كان لذلك أثره الإيجابي على قيمة الشركة أي على القيمة السوقية لأسهمها، ومن هنا تتضح العلاقة العكسية بين تكلفة التمويل وقيمة الشركة وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (2-2): علاقة تكلفة التمويل بقيمة الشركة



المصدر: من إعداد الطالبتان.

إصدار أسهم جديدة يدل على أن القيمة السوقية مغال فيها وأن الإدارة تسعى لإستغلال المستثمرين المحتملين لصالح المستثمرين القدامى، وعلى ضوء هذا فلن يقبل المستثمرين شراء الأسهم حتى ولو كان السعر عادلا³. يترك هذا أثرا سلبيا على قيمة الأسهم وإحتمال تغيير في مراكز الملاك داخل الجمعية العامة⁴. فهذا كله يلزم الإدارة على تحقيق الكفاءة بالإستخدام الأمثل لمصادر التمويل منخفضة التكلفة، حيث كلما عملت الشركة على تخفيض تكاليفها بمراعاة المخاطر أدى ذلك إلى إرتفاع قيمة أسهمها وتعظيم الربح وهو من المؤشرات الهامة للحكم على كفاءة الإدارة في إستخدام مصادر التمويل المتاحة أمامها بأقل التكاليف وتعزيز ثروة الملاك.

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 630 (بتصرف).

² - عادل بوطلالة، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

³ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 305.

⁴ - نفس المرجع، ص: 303.

المطلب الثاني: تقييم السعر العادل للأسهم ودوره على سلوك الإدارة

رأينا من خلال الفصل الأول أن سوق الأسهم يوفر معلومة تتمثل في السعر السوقي للسهم، إلا أن هذا الأخير قد لا يعبر بالضرورة عن قيمته (السهم) الحقيقية التي تحدد وفق عدة أساليب ونماذج ما يساعد على معرفة قيمة الشركة وبالتالي التأثير على سلوك الإدارة وهو ما سيتطرق له هذا المطلب من خلال فرعيه التاليين: الفرع الأول: تقييم سوق الأسهم وعلاقته بقيمة الشركة

يمكن تصنيف طرق تقييم سوق الأسهم إلى ثلاثة أساليب¹ هي التحليل الأساسي، التحليل الفني والنظرية الحديثة للمحفظة الإستثمارية لوجود علاقة بين أسعار الأسهم وقيمتها الحقيقية يهتم التحليل الفني بمعرفة الوقت المناسب لشراء وبيع الأسهم وإمكانية التنبؤ بسعرها من خلال دراسة التغيرات التي طرأت عليه في فترات ماضية²، فيقوم المحللون الفنيون برسم خريطة بيانية للتحركات التاريخية لسعر السهم وإتجاهه وحجم النشاط...، ويؤمنون بأن الأسعار تتأثر بسلوك المستثمر وإنفعالاته أكثر من التغيرات الأساسية في الشركة، كما أن قاعدتهم الأساسية هي: إذا تم التوقع أن السعر سيرتفع يتم شراء الأسهم، أما العكس فيجب بيعها. وبالتالي عندما يرتفع سعر السهم فهذا سببه الطلب المتزايد ولا يعني بالضرورة وجود تحسن في الشركة³.

تعتمد النظرية الحديثة للمحفظة الإستثمارية على أن السوق كفاء ما يجعل سعر السهم يعكس قيمته الحقيقية، وهناك تحرك عشوائي للأسعار، فلا يمكن إستخدام معلومات ماضية أو معلومات عن الشركة لإكتشاف القيمة الحقيقية بل يجب إختيار مستوى معين من المخاطر⁴.

ينصرف التحليل الأساسي إلى المستقبل وتحديد القيمة الحقيقية للسهم من أجل مقارنتها مع السعر السوقي لمعرفة قيمة الشركة ومن ثم التأثير على سلوك الإدارة بما يحقق مصالح الأطراف. من بين أكثر المؤيدين المشهورين لهذا المنهج نجد⁵: "وارين بوفين" و"بنيامين جراهام" وغيرهم. تكون نقطة البداية في التحليل الأساسي هي تحليل الظروف الإقتصادية العامة ثم تحليل ظروف الصناعة وفي الأخير تحليل ظروف الشركة، وهو ما يطلق عليه التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل من أعلى إلى أسفل Top-Down Analysis، والعكس وهو ما يطلق عليه بالتحليل من أسفل إلى أعلى Bottom-Up Analysis. ولتقدير القيمة الحقيقية للسهم يعتمد الأساسيون (Fundamentalists) على أسلوب التدفقات النقدية المخصومة.

¹ - جاري جاري وآخرون، دليلك لتقييم الأسهم، مكتبة جرير، المملكة العربية السعودية، 2004، ص: 109.

² - Phillippe Gillet, **les Marché Financiers Efficient**, édition economica, paris, 1999, p: 40.

³ - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 171.

⁴ - جاري جاري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 113-116.

⁵ - نفس المرجع، ص: 111.

أولاً: أسلوب التدفقات النقدية المخصومة

يعتبر من أكثر الأساليب استخداماً في تقييم الأسهم حيث يقوم على فكرة أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم يتم من خلال حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية لهذا السهم، ويتكون أسلوب التدفقات النقدية المخصومة من أربع خطوات هي¹:

- 1- حساب التدفقات النقدية المتوقعة اعتماداً على معدل نم الشركة، صافي ربح التشغيل، معدل الضريبة على الدخل والإحتياجات الخاصة برأس المال الثابت والعامل.
- 2- تقدير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (CMPC) الذي تم التطرق له سابقاً.
- 3- حساب قيمة الشركة: باستخدام CMPC لخصم التدفقات النقدية المتوقعة خلال فترة العائد الإضافي للحصول على القيمة الكلية للتدفقات النقدية للشركة من العمليات وحساب القيمة المتبقية للشركة بقسمة صافي ربح التشغيل بعد الضريبة على CMPC (خصم التدفقات النقدية الناتجة وجمعها).
- 4- تخفيض قيمة المشروع بمقدار الديون والأسهم الممتازة والمستحقات الأخرى على المؤسسة وقسمة الإجمالي على عدد الأسهم المتداولة من أجل الحصول على القيمة الحقيقية لكل سهم من الأسهم العادية للشركة. تحسب القيمة الحقيقية للأسهم وفق أسلوب التدفقات النقدية المخصومة وفق المعادلة التالية²:

$$V = \frac{FCF}{(1 + CMPC)}$$

حيث:

V: القيمة الحقيقية للسهم

FCF: التدفق النقدي المتولد عن الإستثمار عند الزمن n

n: الفترة الزمنية الممتدة حتى تاريخ إستحقاق الأصل المالي.

يتم مقارنة القيمة الحقيقية للسهم بسعره السوقي لتحديد الأسهم المقدرة بأقل من قيمتها والتي يكون سعرها السوقي أقل من قيمتها الحقيقية وهنا يوصى بشراء السهم، فإكتشاف الأسهم المرتفعة القيمة يحقق للمستثمر مزايا مالية عن طريق شرائها نظراً لإكتشافه جودتها، أما إكتشاف الأسهم المنخفضة القيمة والتي يكون سعرها السوقي أكبر من قيمتها الحقيقية فيمكن المستثمر التخلي عنها ببيعها وتحقيق عوائد إن لم نقل خسائر³.

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 409.

² - أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، ترجمة سرور علي إبراهيم، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق العملي، الجزء الثاني، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2009، ص: 142.

³ - محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

في حالة النمو الثابت للتوزيعات تأخذ المعادلة الشكل التالي¹:

$$V = \frac{D}{K - g}$$

حيث:

K: معدل العائد المتوقع على الإستثمار.

g: معدل نمو التوزيعات.

وعادة ما يشار إلى نموذج النمو الثابت للتوزيعات على أنه نموذج مايرون جوردن Gordon Model، حيث يؤكد المنطق الإقتصادي أن معدل العائد والتوزيعات لا بد وأن تنمو بالزيادة سنويا وبشكل يتناسب ومعدل النمو في الناتج القومي الإجمالي مع الأخذ بعين الإعتبار معدل النمو في التضخم².

لكن إذا كان معدل نمو التوزيعات سالب فالمعادلة تصبح³:

$$V = \frac{D}{K + g}$$

نلاحظ أن القيمة الحقيقية للسهم في الحالة الأولى (أين تكون g موجبة) ستكون أكبر من القيمة الحقيقية للسهم في الحالة الثانية أين تكون g سالبة.

الفرع الثاني: أثر تقييم الشركة في توجيه سلوك الإدارة

تمكن المعلومات التي توفرها الشركات للمتعاملين في السوق من تقدير القيمة الحقيقية للأسهم كما يوفر السوق معلومة أخرى تتمثل في السعر السوقي، ما يمكن من التقييم الصحيح للأسهم بمعرفة أي أسهم مقيمة بأقل أو أعلى من قيمتها الحقيقية أو مساوية لها، فالتقييم السليم الذي يبنى على أساس معلومات صحيحة يعتبر معيارا للحكم على كفاءة الإدارة. ويسعى السوق لتحسين كفاءة الإدارة من خلال إرغام الشركات على تحسين الكفاءة والإنتاجية، فقد تكون الأسهم مسعرة بأقل مما ينبغي مما يجعل الأسعار السوقية لأسهم الشركة منخفضة وهذا يدل على أن الإدارة لا تعمل على تعظيم ثروة الملاك⁴، فإذا كان من المتوقع إنخفاض الأرباح فهذا بدوره يؤدي إلى حدوث إنخفاض في سعر أسهم الشركة⁵، ما يدل على أن الأسهم المنخفضة تعبر عن سوء الإدارة، فينفر المساهمون المحتملون ويجبر المساهمون الحاليون على التخلي عن الشركة ببيع أسهمهم وإتاحة الفرصة أمام المنافسين لمحاولة إمتلاك الشركة والسيطرة عليها وهو ما يعكسه نظام الخارجيين، حيث يعتبر أكثر قابلية للمحاسبة وأقل فساد.

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 412 (بتصرف).

² - سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص ص: 237-238.

³ - نفس المرجع، ص: 239.

⁴ - محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد، الأردن، 2008، ص: 33.

⁵ - برايان كويل، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، دمج وشراء الشركات، دار الفاروق، ط 02، مصر، د س، ص: 93.

الفصل الثاني: أثر سوق الأسهم على حوكمة الشركات

وبالتالي فالتهديد بالخروج يفرض على سلوك إدارة الشركة الإنضباط نتيجة لما يؤدي إليه من إرتفاع تكلفة توفير رؤوس أموال جديدة وكذا تهديد السوق بفرض رقابته على الشركات¹، وخوف الإدارة من حدوث ذلك يجعلها تعمل جاهدة على زيادة وتعظيم ثروة الملاك وزيادة أسعار الأسهم في السوق الذي يتم من خلاله الحكم على كفاءة الإدارة²، لأن القيمة السوقية للسهم تعكس المتغيرات التي تم الملاك كمعدل العائد المحقق، توقيت حدوثه ومدى إستمراريته، حيث يتوقع إرتفاع قيمة السهم ومن ثم قيمة الشركة كلما إرتفعت ربحية السهم وانخفضت درجة المخاطر بزيادة درجة التأكد من التدفقات النقدية.

من جهة أخرى إذا كان هناك مغالاة في سعر السهم أي إذا كانت قيمته الحقيقية أقل من سعره السوقي بفعل عمل المديرين على جعل الشركة تظهر في قيمة أعلى مما هي عليه بالفعل³، يؤدي هذا إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة. ويكتشف المستثمرون حقيقة أن الشركة تعمل لغير صالحهم يعملون على إيجاد الآليات الملائمة لتوجيه سلوك الإدارة لصالحهم.

الجدول رقم (2-2): إستراتيجيات تقييم الأسهم

سعر السهم مرتفع	سعر السهم يساوي	سعر السهم منخفض
قيمة السهم منخفضة	قيمته الحقيقية	قيمة السهم مرتفعة
زيادة العرض	الإحتفاظ بالسهم	زيادة الطلب

المصدر: من إعداد الطالبتان.

لكن هل فعلا لما تشهد أسعار الأسهم إنخفاضاً في السوق هذا يعني أن الإدارة غير كفأة؟ وهل لما ترتفع أسعار الأسهم في السوق يدل على كفاءة الإدارة؟*
قد تكون أسعار الأسهم منخفضة لكن الإدارة كفأة لأن هذا من بين إخفاقات السوق في عكس القيمة الحقيقية للشركة. كذلك الشركة غير الكفأة قد ترتفع أسعار أسهمها بسبب فريق الضوضاء وكذا سلوك القطيع غير المدروس.

¹ - Pierre Vernimmen, **Finance d'Entreprise**, d'aloz, 8^{ème} édition, paris, 2010, p: 777.

² - زياد سليم رمضان، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

³ - أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

* - سيتم دراسة ذلك بشيء من التفصيل في الفرع الأخير (القادم) من هذا الفصل.

المطلب الثالث: معوقات تعترض دور السوق في حوكمة الشركات

يحدث وأن تعترض سوق الأسهم بعض المعوقات التي قد تواجهها في لعب دورها على أكمل وجه، ما قد يؤدي إلى فشلها في ضبط سلوك إدارة الشركات المدرجة فيها، ويتناول هذا المطلب أوجه فشل السوق في حوكمة الشركات.

الفرع الأول: الإعتماد على الأرباح غير الموزعة في التمويل

يرفض بعض مديري الشركات الزيادة في رأس المال أو زيادة المشاركة من خلال إصدار المزيد من الأسهم، ويفضلون عليها التمويل الذاتي (أي استعمال الأرباح غير الموزعة) نظرا لانخفاض تكلفة هذا النوع من التمويل، ورغبة في زيادة قيمة الأصول الحقيقية ومن ثم زيادة قيمة الأصول المالية الممثلة لها¹. غير أن الاعتماد على مصدر التمويل هذا من شأنه أن يوجه موارد مالية إلى استثمارات ليست بالضرورة هي أفضل الفرص المتاحة لحملة أسهم الشركة، أي أن الإدارة تضع أموال المحتجزة في إستثمارات غير صحيح، وهذا يكون عندما أكثر المساهمين من الخارجين الذين لا يراقبون من الداخل على عكس الحوكمة من الداخل، بحيث لو تم بتوزيع الأرباح ولم تحتجزها وأصدرت في المقابل أسهما جديدة ربما لأقدم حملة الأسهم على استعمال تلك التوزيعات في شراء أسهم شركات أخرى منافسة يرون أن لها فرص نجاح أفضل، وأعرضوا عن إعادة الاكتتاب في أسهم شركاتهم الأولى²، وقد يكون نتيجة لتوزيع الأرباح على المساهمين يؤدي إلى تعريض بعض الشركات للإستحواذ.

الفرع الثاني: فشل آلية التصويت

يعتبر حق التصويت آلية أساسية يعتمد عليها حملة الأسهم العادية لممارسة الضغط على إدارة المؤسسة لكي تعمل جاهدة على خدمة مصالحهم المرهونة بمدى نجاح مؤسستهم ونموها وتحقيقها للأرباح³، ويكون ذلك بمثابة نوع من الرقابة المباشرة التي يمارسها المساهمون على مؤسستهم من خلال جمعيتهم العامة التي يخللون فيها الوثائق المالية — وبخاصة الميزانية وحسابات النتائج — وينتهون من دراستها إلى اتخاذ قرار بالثقة أو عدم الثقة في إدارة المؤسسة ويستطيعون من خلالها تحديد وتوجيه الأهداف المستقبلية للمؤسسة⁴. غير أن ضخامة عدد حملة الأسهم، وضآلة حصة كل منهم في رأس المال، إضافة إلى تشتتهم الجغرافي قد يضعف من تأثير استخدام آلية التصويت، بشكل يترتب عليه في أحوال كثيرة بقاء الإدارة في موقعها لفترة طويلة، رغم سوء استغلالها للموارد المالية المتاحة للمؤسسة⁵.

¹ - مصطفى رشدي شيحة، مرجع سبق ذكره، ص: 540.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال: مرجع سبق ذكره، ص: 669.

³ - نفس المرجع، نفس الصفحة.

⁴ - عبد الباسط وفا محمد حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 332.

⁵ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 670.

الفرع الثالث: سلوك القطيع

يحدث سلوك القطيع عندما يعتمد فريق من المستثمرين على إجراء معاملات لا تقوم على أساس من المعلومات، كأن يقوموا بإصدار أمر بالبيع أو الشراء لأوراق مالية إقتداء بمستثمرين آخرين فعلوا ذلك وفي اعتقادهم أنهم يملكون معلومات أفضل منهم. من شأن هذا السلوك أن يؤدي إلى تهافت جماعي على بيع أو شراء الأوراق المالية، وهو ما يتسبب في إحداث تقلبات حادة في أسعار الأوراق المالية التي يتعاملون فيها، وإثارة حالات من الذعر لا تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية، ليتضح في الأخير أن قرارات ذلك الفريق من المستثمرين كانت على ضوء انطباعات وإشاعات يعتقدون بأنها معلومات. ومن دون شك فإن زيادة أو انخفاض الطلب على ورقة مالية قد يكون دلالة عدم كفاءة إدارة الشركة وبعد فوات الأوان و التسبب في إنخفاض قيمة الشركة وتصبح الشركة تمول بتكلفة مرتفعة تؤثر بضرورة على كفاءة ادارة الشركة، ونتيجة لكل لهذا سلوك دون وجود مبرر اقتصادي من شأنه أن يضعف من دور سوق الأوراق المالية في تحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية¹.

الفرع الرابع: التحصين الإداري

التحصين هو فرصة وضعت لحماية الشركات من الإستلاء، وقد ظهرت هذه الفكرة في الثمانينات عندما تعرضت العديد من الشركات للإستلاء العدائي لهذا خططت تلك الشركات لحماية نفسها من ذلك الإستلاء، كما إرتبط التحصين الإداري إرتباطا وثيقا بحوكمة الشركات لحماية إستنادا إلى سياسات تحصين صحيحة لعدم المساس بحقوق المساهمين خاصة عندما يكون مجلس الإدارة له الحق في إتخاذ القرارات تخص الشركة تتعلق بحماية الشركة من الإستلاء الدائي عليها ومع ذلك فإن هذا النوع من حوكمة الشركات قد يؤثر بشكل واضح في الدور الذي يلعبه السوق وكذا على أسعار الأسهم².

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- إدواردو بورينشتاين ورجستون جيلوس، هل المستثمرون الأجانب قطيع معرض للإصابة بالذعر في إقتصادات الأسواق الناشئة؟، مجلة التمويل والتنمية، مجلد: 32 العدد: 3، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ديسمبر 2001، ص: 52.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 669.

² - Corporate Governance and Accounting Arbitrage, à partir du site: www.financeprofessor.com/governance/corporate%20Governance.html, date: 30/03/2014.

خلاصة:

نستطيع القول أن الارتباط بين الممارسة الجيدة لحوكمة الشركات وبين أداء وقيمة تلك الشركات له العديد من الأسباب التي يمكن أن نرجعها إلى أن حوكمة الشركات ليست هدفا في حد ذاتها فهي لا تتعلق بعملية رقابية أو إجراءات شكلية أو بالالتزام الدقيق بإرشادات خاصة بالحوكمة أو بملاحظة ومراعاة سلوك إداري، بل إن ما تهدف إليه حوكمة الشركات هو تحسين أداء الشركات وضمن حصولها على رأس المال بتكلفة معقولة يمكنها من تحقيق معدلات عالية من النمو المستقبلي مما يؤثر إيجابيا على قيمتها، وتحدث سوق الأسهم أثرا كبيرا على الشركات وهذا من خلال قيامها بوظائفها فتحفز الشركات على تحسين أدائها والرفع من كفاءتها، ومع ذلك فإن سوق الأسهم لا تتمثل في عصا سحرية لعكس القيمة الحقيقية لشركاته ومركزها المالي الصحيح، إذ كثيرا ما أظهر عجزا عن القيام بدور فاعل بهذا الشأن، كونها قد تعترضها معوقات شتى تحول دون أداء وظيفته على أكمل وجه، والأمر هنا يتوقف على مدى توفر العوامل والمقومات التي تكفل نجاح السوق في ذلك.

وهناك علاقة نوعية بين الحوكمة ودرجة الأداء الإقتصادي للشركة إذ أن الشركات التي تتمتع بالحوكمة الجيدة بها مديرون أكفاء ومستوى عالي من الشفافية وهي توجي للمستثمر بالثقة وتعمل على تخفيض مخاطر الإستثمار والنتيجة هي تخفيض تكلفة رأس المال والتي إذا ما أخذت جنبا إلى جنب مع النتائج الأخرى للحوكمة الجيدة مثل كفاءة التشغيل والإستراتيجية السليمة ستضمن زيادة الأداء للشركات وتحسين كفاءتها ومن ثم رفع قيمة تلك الشركات.

ومن هنا ظهر الإهتمام بحوكمة الشركات على الصعيدين الدولي والمحلي في العديد من الدراسات التي تتحدث عن أهمية تطبيق حوكمة الشركات المسجلة في سوق الأسهم ثم قياس هذا التطبيق على قيمة وأداء تلك الشركات.

الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر
على حوكمة عينة من الشركات
المدرجة فيها

تمهيد:

شهدت بورصة الجزائر جملة من الإصلاحات والتحويلات العميقة فضلا عن توسيع مجالات إهتمامها، وفي هذا الصدد تم بذل مجموعة من الجهود لتحسين وظائفها، كونها تعتبر وسيلة هامة لتعبئة المدخرات وتمكين مختلف الشركات الإقتصادية من الحصول على موارد تمويلية بأقل قدر ممكن من التكاليف.

وتهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر بورصة الجزائر على حوكمة شركتي صيدال والأوراسي المدرجتين فيها، ذلك أن السوق تلعب دورا هاما في ضبط سلوك الإدارة وتحفيزها على زيادة كفاءتها، وعليه سيتم إبراز ظروف نشأة بورصة الجزائر والعوامل التي ساهمت في تطويرها وتبيين أهم المؤشرات للحكم على كفاءة إدارة الشركتين. ومن هنا يمكن طرح التساؤل التالي: ما أثر سوق الأسهم الجزائرية في ضبط سلوك إدارة شركتي صيدال والأوراسي؟

وللوقوف على ذلك الدور سوف يتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

❖ المبحث الأول: بورصة الجزائر والحوكمة في شركتي صيدال والأوراسي.

❖ المبحث الثاني: دور بورصة الجزائر في ضبط سلوك إدارة شركتي صيدال والأوراسي.

المبحث الأول: بورصة الجزائر والحوكمة في شركتي صيدال والأوراسي

في الحقيقة لا وجود لسوق أوراق مالية في أي بلد في ظل غياب الأدوات المالية موضوع التعامل في هذه السوق، لذلك فبورصة الجزائر كغيرها تحتاج إلى أدوات مالية يتم التداول فيها، حيث يتم إصدار الأسهم من قبل شركات المساهمة المسجلة في البورصة والتي تلتزم بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بها والشفافية والإيضاح. وسوف يتم من الحديث أولا عن ظروف نشأة بورصة الجزائر وتطور مستوى أدائها، وكذا نظام سيرها والعاملون فيها، ثم التطرق إلى تقديم الشركات المصدرة للأسهم والمدرجة في البورصة وكيفية إلزامها بالحوكمة.

المطلب الأول: التعرف ببورصة الجزائر

مرت بورصة الجزائر بعدة ظروف ساهمت في خروجها إلى العلن، فلكي تؤدي دورها على أكمل وجه وتبلغ أهدافها وجب توفير هيئات تشرف على إدارة نشاط البورصة وإخضاعه للرقابة بما يحقق غاياتها، وعلى هذا الأساس سيتناول هذا المطلب نشأة وتطور بورصة الجزائر في نقطة أولى والعاملون بها في نقطة ثانية.

الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر

يمكن تقسيم مراحل تطور بورصة الجزائر إلى مرحلتين هامتين، تمثلت المرحلة الأولى في مبادرة الحكومة بإنشاء البورصة أما المرحلة الثانية فتمثلت في محاولة تطوير هذه الأخيرة.

أولاً: نشأة بورصة الجزائر

كانت قوانين الإصلاحات نقطة البداية في إنشاء سوق أوراق مالية في الجزائر وبالتحديد قوانين إستقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة سنة 1988 وطيلة عشرية كاملة تلت الإصلاحات لم يظهر لهذه السوق أي وجود رغم كل السبل التي بادرت بها الحكومة آنذاك، وذلك في ظل غياب المبادرة من المتعاملون الذين من شأنهم أن يخلقوا عرضاً للأوراق المالية وأولئك الذين من شأنهم أن يخلقوا طلباً مقابل لذلك، وهو ما عرقل نشأة سوق الإصدار (إلى غاية 1998) وعطل إنطلاقة سوق التداول بالتبعية¹.

كما ظهرت التشريعات الأولى المنظمة لأنشطة بورصة الجزائر والداعية إلى إنشائها في أوائل التسعينات بصدور ثلاثة مراسيم تنفيذية في 28 ماي 1991* بعد تأسيس شركة القيم المنقولة في 09 ديسمبر 1990. فكانت المبادرة من قبل الحكومة بتسخير كافة الوسائل الكفيلة بحماية المدخرات التي ينتظر أن توظف في الأوراق المالية وشرعت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في ممارسة نشاطها الفعلي سنة 1996 وتأسيس شركات الوساطة الخمس.

¹ - عبد السلام بن جدو، مرجع سبق ذكره، ص ص: 162-163.

* - صدرت ثلاثة مراسيم تنفيذية في 28 ماي 1991 وهي: المرسوم رقم 91/169 المتعلق بتنظيم العمليات على القيم المنقولة، المرسوم رقم 91/170 المتعلق بتحديد أنواع القيم المنقولة والرسوم الثالث رقم 91/171 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وافتح بورصة الجزائر رسميا في 25 ماي 1997 تحت إسم بورصة القيم المتداولة¹، وظلت قوى العرض والطلب غائبة حتى دخلت الدولة كطرف من خلال تنفيذ جزء من برنامجها للخصوصية عن طريق البورصة فقامت بفتح رؤوس أموال مؤسستين عموميتين وإلتتمست مدخرات الجمهور لرفع رأس مال مؤسسة ثالثة.

وقبل ذلك تم إقتحام إحدى الشركات الكبرى في الأول من جانفي 1998 لجس نبض السوق من خلال إصدار سندي قامت به هذه الشركة وهي سونطراك. إذن فالميلاد الحقيقي لسوق الأوراق المالية بالجزائر هو تاريخ فتح الإكتتاب في نسبة 20% من رأس مال الشركات العمومية المعروضة للخصوصية وهي مؤسسة الرياض سطيف بتاريخ 1998/11/02 (وهي أول من حصل على التأشيرة من COSOB في 1998/07/27).

وفي مرحلة موائية للإصدار وهي مرحلة التداول، أين فتحت بورصة الجزائر لتداول الأوراق المالية في 13 سبتمبر 1999، حيث كانت أول حصة للتفاوض آنذاك تم فيها تسعير سهم شركة الرياض سطيف، وبعد أسبوع (أي بتاريخ 20 سبتمبر 1999) تم تسعير أسهم مجمع صيدال، أما سهم نزل الأوراسي فتم تسعيره بتاريخ 14 فيفري 2000².

من جهة أخرى ومنذ هذه الإصدارات لم يظهر غيرها إلى غاية 2003 وهذا مع الإصدارات السندية لكل من شركة إعادة التمويل الرهني وشركة الخطوط الجوية الجزائرية في 2004 وشركة سونلغاز في 2005 ومجموعة حداد في 2009...، أما سوق الأسهم فلم تشهد إدراج أسهم أي شركة جديدة إلى غاية 2011. غير أن بورصة الجزائر لن تصبح كذلك (بالمفهوم الحقيقي للبورصة) إلا في الوقت الذي يقرر فيه القطاع الخاص شغل جزء معتبر من هذه البورصة لزيادة تعميقها.

إذن تميزت السوق في فترة منذ إنشائها في 1998 إلى غاية 2010 بدورها المحدود جدا وغير الفعال فعرفت قصورا في الطلب وإفتقارا شبه كلي للسيولة وذلك بسبب تحقيق الشركات المدرجة لنتائج غير مرضية خفضت من معدلات العائد على أسهمها وعدم توفر الوسطاء على القدرات الكافية لدعم أسعار الأسهم من الإنهيار خاصة في الفترات التي تغيب فيها المعلومات عن أداء الشركات إضافة إلى غياب ثقافة الإستثمار المالي لدى المستثمرين من جهة وحادثة السوق من جهة أخرى، فالمتعاملون ومنهم الشركات المصدرة للأوراق المالية تم إدراجها بإيعاز من الحكومة فلم تعمل على تفعيل هذه السوق كونها تحتاج (الشركات) إلى من يفعلها، وخلال هذه الفترة لم تقيد أي شركة مساهمة أخرى في سوق الأسهم الجزائرية³ إلى غاية 2011 لأسباب متعددة الشيء الذي أصاب السوق بشلل كلي خلال تلك السنوات.

¹ - محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية: دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998-1999، ص: 400.

² - محفوظ جبار، فرص الإستثمار في سوق الأموال الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 01، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2001، ص: 110.

³ - محفوظ جبار وعديلة مريم، إنهيار سوق الأسهم الجزائرية وبدائل الإستثمار، مجلة العلوم الإدارية، المجلد 35، العدد 02، الأردن، 2008.

بغية تطوير بورصة الجزائر وقعت الحكومة الجزائرية وبرنامج الأمم المتحدة الإنمائي في 31 ماي 2011 على مشروع دعم إصلاح السوق المالية في الجزائر بقيمة 1.5 مليون دولار لتحسين تنافسية الشركات. ويرمي لتنظيم وتطوير السوق المالية في الجزائر يجعلها سوق فعال ومفتوح ومنظم مما قد يسمح بتحسين الحوكمة والشفافية على مستوى الشركات لاسيما عن طريق الإتصال المالي وإلتزام البرنامج بدعم مرافقة السلطات وفاعلي السوق المالية في الجزائر من خلال وحدة تسيير المشروع التي ستضم خبراء دوليين ووطنيين وسلطات وفاعلين في الساحة لمدة 10 سنوات. وتم تحديد خمسة محاور للتدخل: يتمثل المحور الأول في إصدار سندات أسهم وقروض في إطار ملائم لتطوير السوق وجعلها أكثر مرونة و لتصبح محركا لمسار الخوصصة ويتعلق المحور الثاني في المصادقة على مخطط مدير لتنظيم مؤسسات السوق و سيرها وأما المحور الثالث فيخصص إعداد إستراتيجية مصرفية لإضفاء المهنية على خدمات الإستثمار ويتضمن المحور الرابع المصادقة على سجل أعباء لإحداث نظام عصري ومدمج. ويتعلق المحور الخامس بإعداد مخطط تسويق يهدف إلى إعلام المستثمرين المحتملين (الجمهور الواسع والمستثمرين الأجانب) لتحسين صورة البورصة وجعلها أكثر جاذبية. ويعمل المشروع كل من الحكومة الجزائرية ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم وبرنامج الأمم المتحدة للتنمية²⁴ وبعد أن أعطت وزارة المالية موافقتها على مشروع إنعاش بورصة الجزائر من خلال تعديل النظام العام لهذه البورصة، جديدين للتفاوض¹، وعلاوة على السوق الرئيسية المكرسة للشركات الكبرى قامت السوق بتكييف آلياتها لتلائم المؤسسات الناشئة وفي هذا الإطار قامت بورصة الجزائر بفتح وعاء خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتلبية حاجاتها التمويلية وهذا عن طريق تخفيف الشروط الواجب إستيفاؤها من أجل الدخول إلى البورصة²، وتعتبر هذه النقطة ذات أهمية كبيرة خاصة وأن شروط دخول إلى البورصة التي تم تحديدها في البداية موجهة فقط إلى فئة من الشركات التي تعتبر كبيرة. كما تم إستحداث سوق للسندات المثيلة للخرينة.

وشهدت سوق الأسهم خلال هذه المرحلة مبادرة من قبل القطاع الخاص بإدراج شركة أليانس في 2011/03/07 وNCA روية في 2013/06/03 المملوكتان للقطاع الخاص³، وفي هذه المرحلة أيضا حفزت السوق تلك الشركات الراغبة في الإدراج بها إلى تحسين صورتها فمثلا شركة NCA روية وقبل الدخول إلى البورصة في 2013 عملت على تحسين الحوكمة بها مما جعلها تتمتع بثقة السوق⁴.

¹ - أحسن عثمانى وسعاد شعبانية، مرجع سبق ذكره، ص: 14-15.

² - نور الدين كروش، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة بورصة الجزائر، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، العدد 11، جامعة الدكتور يحيى فارس، المدية، جانفي 2014، ص: 61.

³ - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، معلومات مالية، من الموقع: www.cosob.org، بتاريخ: 2014/03/03.

⁴ - تشجيع حوكمة الشركات في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: تجارب وحلول، فيفري 2011، ص: 27،

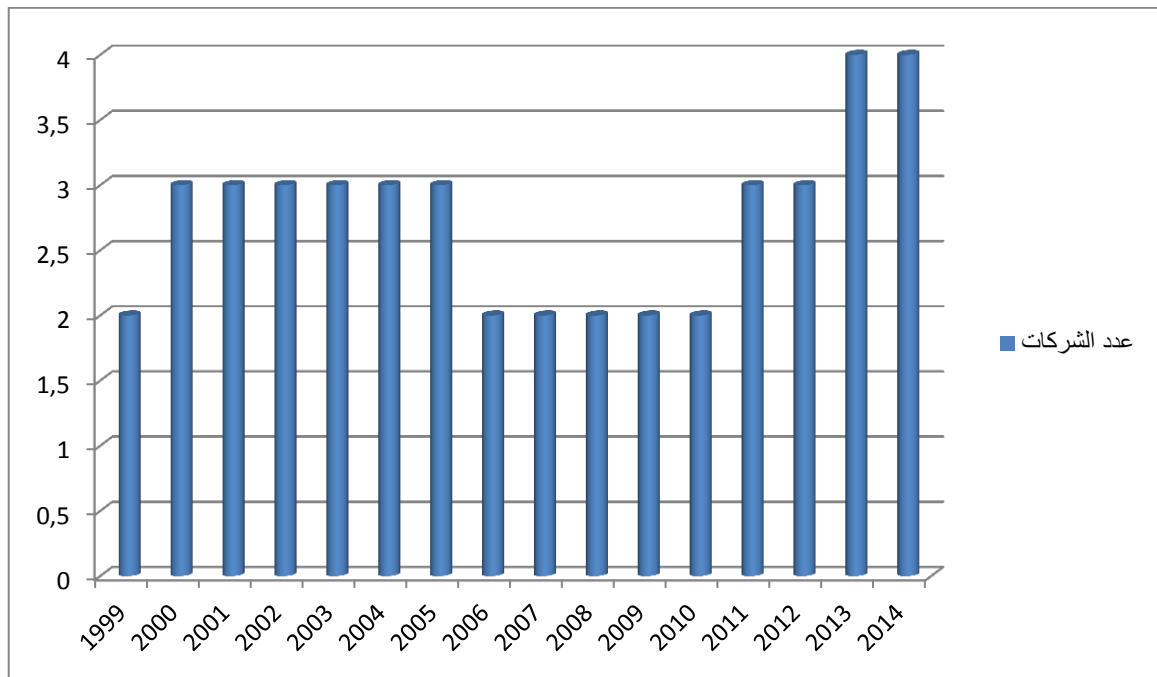
من الموقع: www.cipe.org/sites، بتاريخ: 2014/03/03.

كما تعتبر السوق في تطور إيجابي إذا ما كانت هناك زيادة في إتساع حجم السوق والذي يقاس من خلال عدد الشركات المدرجة ومعدل رأس المال السوقي.

1- مؤشر عدد الشركات المدرجة

تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المسجلة بها سواء على مستوى العالم العربي أو على مستوى الدول المتقدمة ككل. حيث كان عدد الشركات المسجلة في سوق الأسهم الجزائرية في البداية شركتان هما شركة الرياض سطيف وشركة صيدال وانتقل العدد إلى ثلاث (03) شركات إبتداء من سنة 2000 إلى غاية 2005 وهذا بعد إدراج أسهم شركة الأوراسي، ثم إبتداء من 2006 إلى غاية 2010 رجع عدد الشركات كما كان في البداية وذلك إثر خروج شركة الرياض سطيف من البورصة سنة 2006 لأسباب تتعلق بصحتها المالية. أما سنة 2011 فقد شهدت دخول شركة أليانس للتأمينات ليصبح عدد الشركات بذلك ثلاث (03) شركات، وفي النصف الثاني من عام 2013 تم إدراج شركة NCA روية في البورصة ليلعب عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم الجزائرية أربع (04) شركات وهي على حالها إلى غاية الآن. وهو ما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (3-1): عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم الجزائرية خلال الفترة (1999-2014)



المصدر: من إعداد الطالبتان بالإعتماد على:

- صندوق النقد العربي، نشرات متفرقة، من الموقع: www.amf.org.ae، بتاريخ: 2014/03/04.

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، معلومات مالية، من الموقع: www.cosob.org، بتاريخ: 2014/03/03.

2- معدل رأس المال السوقي

يمثل معدل رأس المال السوقي نسبة رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي، ورأس المال السوقي أو القيمة السوقية لأسهم رأسمال الشركات المدرجة في البورصة (الرسملة البورصية) هو مجموع جداء عدد الأسهم وأسعار الأسهم عند الإقفال. والجدول الموالي يوضح التطورات الحاصلة في هذا المؤشر.

الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها

الجدول رقم (3-1): معدل رأس المال السوقي في سوق الأسهم الجزائرية خلال الفترة (1999-2014)

الوحدة: مليون دج.

السنوات	رأس المال السوقي*	التغير %	القروض الممنوحة للإقتصاد**	الناتج المحلي الإجمالي***	معدل رأس المال السوقي %	معدل القروض إلى الناتج %
1999	65275	-	1150733	3248000	2.01	35.43
2000	67395	+30.25	993053	3698683.7	1.82	26.85
2001	46760	-30.68	1077699	3754870.8	1.25	28.70
2002	31990	-31.53	1266042	4023413.8	0.80	31.47
2003	30360	-5.10	1379474	4700040.4	0.65	29.35
2004	30100	-0.86	1534388	5545851.5	0.54	27.67
2005	10400	-65.45	1777477	6930153.4	0.15	25.65
2006	6710	-35.48	1904100	7837002.1	0.09	24.30
2007	6460	-3.73	2203700	856794506	0.08	25.72
2008	6500	+0.62	2614100	10002344.7	0.06	26.13
2009	6500	0	3085100	8809602.8	0.07	35.02
2010	7900	+21.54	3266700	10447305.9	0.09	31.27
2011	14967	+89.46	3724700	12109503.6	0.12	30.78
2012	13028	+12.96	4296400	14130081	0.09	30.41

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على:

* Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, **Activité globale du marché**, avril 2014, à partir du site: www.sgbv.dz, date: 05/04/2014.

- Banque d'Algérie, **Bulletin Statistique: Series Retrospectives, juin 2006, p: 49.

- Banque d'Algérie, **Rapport 2002 et 2005**: Système Bancaire et Intermediation, p: 87.

- Banque d'Algérie, **Rapport 2009 et 2012**: Intermediation et Infrastructure Bancaire, p p: 108-85.

*** - **PIB**, من الموقع: www.ONS.org، بتاريخ: 2014/03/03.

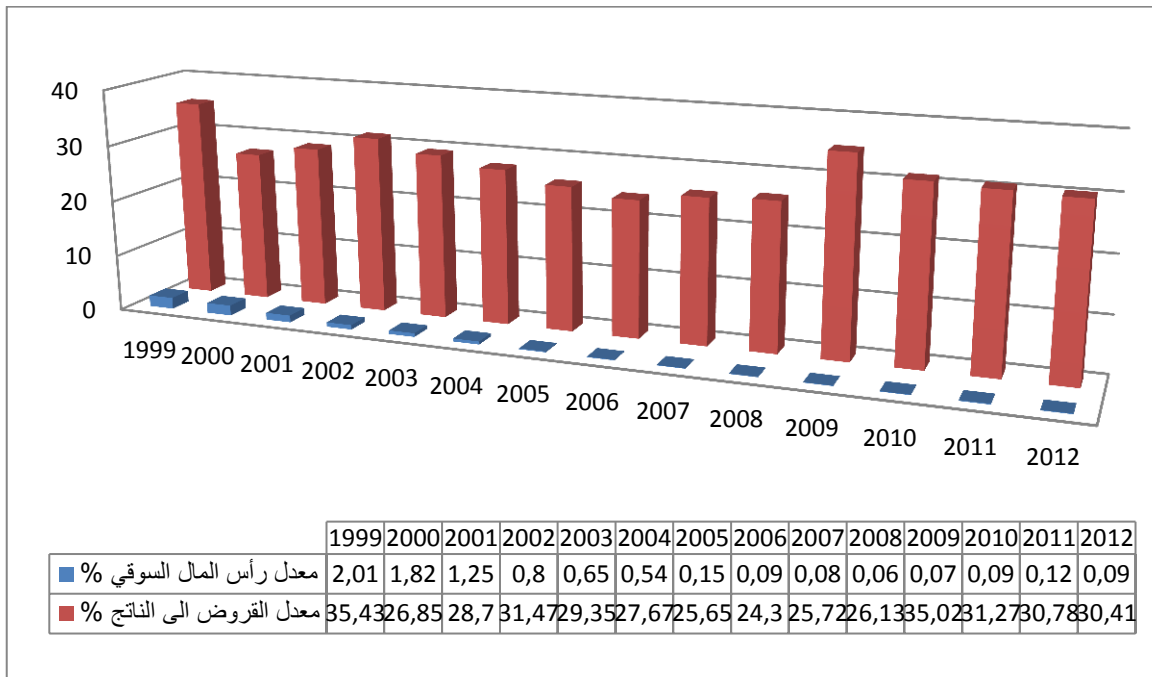
والملاحظ من الجدول هو ليس الضعف الشديد والإنخفاض الكبير في معدل رأس المال السوقي إبتداء من سنة 1999 فحسب، وإنما التدهور المستمر أيضا من سنة لأخرى في هذا المعيار من معايير قياس مستوى تطور السوق وسبب هذا الإنخفاض هو عدم إدراج أية شركة منذ 2000، فبالتالي لا يوجد داخلين جدد كما أن الموجودين أسعار أسهمهم في تقهقر، ثم أخذت النسبة تتحسن بعض الشيء إبتداء من 2010 فبلغت أقصاها في 2011 بنسبة 89.46% وهذا راجع إلى إدراج أسهم شركة أليانس للتأمينات في هذه السنة حيث إرتفع كذلك رأس المال السوقي خلال هذه السنة بزيادة قدرها 89.46%، غير أن هذه الزيادة سرعان ما إنخفضت إلى

الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها

12.96% في سنة 2012 وتراجع معها رأس المال السوقي إلى 13082 مليون دج ويعود هذا التراجع إلى الجمود الذي ساد حصص التداول مما أدى إلى إنخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة. لكن تظل هذه النسب متواضعة جدا مقارنة بالأسواق الأخرى وتدل على تواضع مساهمة السوق في تمويل الإقتصاد مقارنة بالهيكل المؤسسية الأخرى (الوساطات المالية). وإن دل هذا على شيء فإنما يدل على عدم العمق والضييق الشديدين اللذين تتميز بهما سوق الأسهم الجزائرية والإنهيار الذي عرفته من سنة لأخرى.

كما يوضح الشكل التالي نسب مساهمة سوق الأسهم الجزائرية في تمويل الإقتصاد مقارنة بالبنوك.

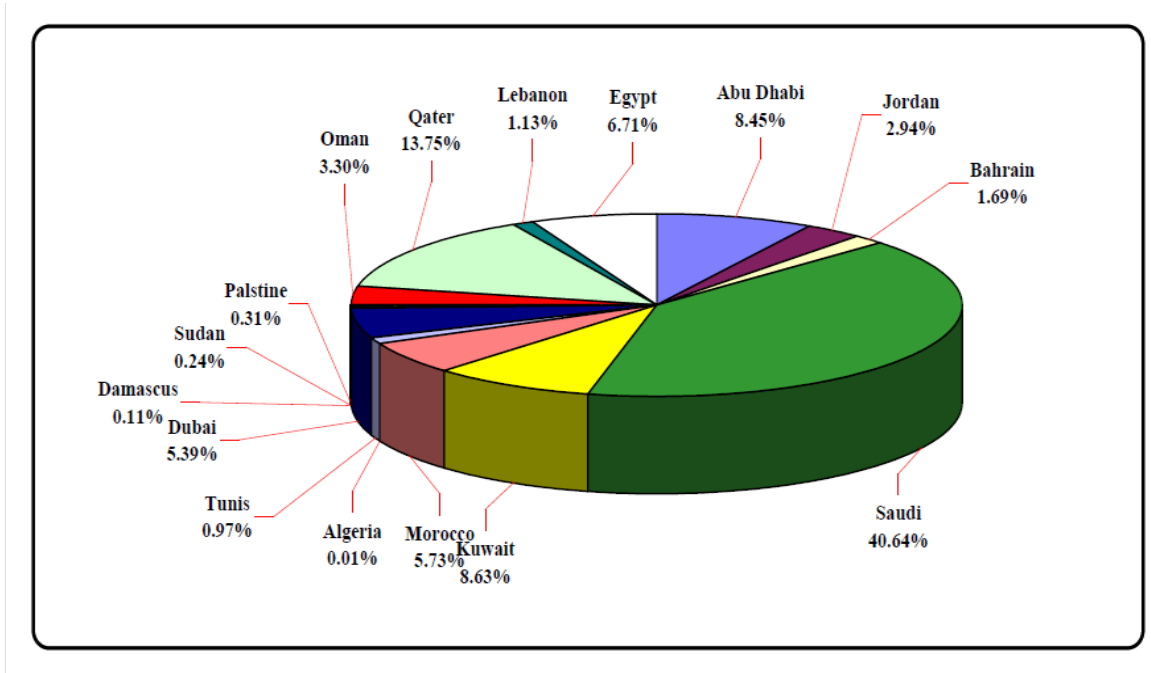
الشكل رقم (3-2): معدلات مساهمة كل من سوق الأسهم والبنوك في تمويل الإقتصاد الجزائري خلال الفترة (1999-2012)



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على الجدول رقم (3-1).

وتجدر الإشارة إلى أن الحجم النسبي لبورصة الجزائر قد بلغ في نهاية 2012 ما نسبته 0.01% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية، وهي نسبة تكاد تكون معدومة. والشكل الموالي يوضح هذه النسبة.

الشكل رقم (3-3): الحجم النسبي لبورصة الجزائر من إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية العربية لعام 2012



المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2012، العدد 71، ص: 110.

الفرع الثاني: العاملون في بورصة الجزائر

للمحافظة على الإدخار المستثمر في الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر تطلب الأمر ضرورة تولى هيئات مستقلة مهمة الإشراف على هذه السوق لضمان حسن سيرها وفقا للقوانين المنظمة، فحول التشريع لهيئتين مهمة إدارة البورصة إلى جانب تكفل هيئات أخرى بالتخصص في إتمام الصفقات وضمان شفافية إنجازها.

أولا: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

أوكلت لهذه اللجنة مهمة الإشراف على سوق الأوراق المالية بشقيها الأولية والثانوية، مهمتها حماية مدخرات المستثمرين وكذا حسن سير وشفافية السوق من خلال مراقبة نشاطات كل من: الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم (SGBV)، إضافة إلى منح تأشيرة القبول للشركات المرشحة للتقيد وشطبها¹.

ثانيا: شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)

هي شركة ذات أسهم، تتكفل بإدارة البورصة حيث تقوم بتنظيم حصص التعامل، تسجيل العمليات التي يقوم بها الوسطاء، تحديد أسعار الأدوات المالية ونشر المعلومات في نشرة الأسعار. وقد منح لها التشريع حق تحصيل العمولات حسب ما نصت عليه المادة 19 من القانون 93/10 عن كل العمليات التي تجري في البورصة. كما تتكفل بتأطير جلسات التفاوض للوصول بالعملية إلى حالة من التوازن في السوق².

¹ - la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, **Guide des valeurs mobilières**, Août 2004, p: 3.

² - محفوظ جبار، الندوى الأولى حول: دور البورصة في الإقتصاد الوطني: دراسة تقييمية لتجارب الأسواق الناشئة: أمريكا اللاتينية، جنوب شرق آسيا، الدول العربية والجزائر، بورصة الجزائر بعد عام من النشاط، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 07 ماي 2001، ص: 02.

إضافة إلى الهيئات السابقة نجد هيئات مختصة تتدخل في إتمام العمليات وهي:¹

ثالثا: أجهزة نظام التسوية والحفظ المركزي

يتعلق الأمر هنا بكل من بنك الجزائر كبنك تسوية مهمته تسيير الحسابات النقدية للوسطاء وإتمام التسويات النقدية للصفقات، والشركة الجزائرية للمقاصة Algérie clearing التي تقوم بحفظ الأوراق المالية وتسهيل عملية نقلها فيما بين الوسطاء من خلال القيام بتحويلات من حساب لآخر.

رابعا: وسطاء عمليات البورصة (IOB)

لا يمكن تنفيذ وظيفة التفاوض على الأوراق المالية المدرجة في البورصة إلا عن طريق وسطاء في عمليات البورصة المعتمدون من طرف COSOB. ويمكن لهؤلاء الوسطاء كذلك ممارسة أنشطة أخرى مثل التعامل في الأوراق المالية لحسابهم الخاص، الإكتتاب فيها للحساب الخاص أو لحساب العميل، إدارة محفظة الأوراق المالية كوكيل عن العميل، ترويج الإصدارات الجديدة وكذا مرافقة الشركات الراغبة في الدخول إلى البورصة.

المطلب الثاني: تقديم الشركات المسجلة في بورصة الجزائر

تدرج في بورصة الجزائر حاليا أربع شركات مساهمة طرحت أسهمها للتداول، وهي شركة صيدال، فندق الأوراسي، شركة أليانس للتأمينات وشركة NCA روية، وستتمحور الدراسة التطبيقية على عينة من هذه الشركات فوق الإختيار على شركة صيدال وفندق الأوراسي، وهذا بسبب فترة الدراسة التي ستمتد من 2002 إلى غاية 2012 وكذا إستقرارهما في البورصة على عكس نظيرتيهما.

الفرع الأول : تقديم عام لشركة صيدال

تعتبر شركة صيدال من أولى الشركات التي أدرجت في بورصة الجزائر وسيتم في هذا الفرع التعرف عليها وكذا التطرق إلى إدراجها في البورصة.

أولا: لمحة تاريخية عن مجمع صيدال

أنشئت الصيدلية المركزية الجزائرية سنة 1969 وفقا لمرسوم رئاسي يمنح للدولة بموجبه حق إحتكار إستيراد وتصنيع وتسويق المنتجات الصيدلانية، فيما بعد تم إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية وتأسست على إثرها المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني وفقا للقرار 162/82 المؤرخ في 24 أفريل 1982 مع منح الإستقلالية للوحدات المتواجدة في الجزائر العاصمة، وفي أفريل 1993 طرأت تحويلات على هياكل المؤسسة، مكنتها من المشاركة في العمليات الصناعية و التجارية المرتبطة بهدفها الاجتماعي، وفي أفريل 1997 تبنت الشركة برنامج إصلاحية إنبثق عنه المجمع الصناعي في 1998 (شركة ذات الأسهم) وتم تسميته بمجمع صيدال².

ونظرا لجودة منتجاتها فقد حصلت صيدال على عقد من جمهورية العراق سنة 1998، وقد تطورت إرتباطات مجمع صيدال أكثر بعد ذلك ففي سنة 2004 أبرم عقد مع المجمع الروسي لإنتاج 11منتج من المضادات الحيوية

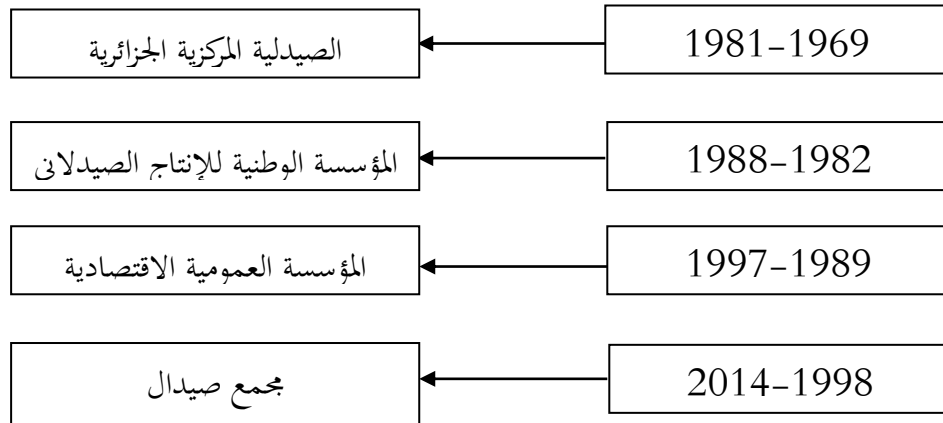
¹ - عبد السلام بن جدو، مرجع سبق ذكره، ص: 173.

² - Groupe saidal, la notice d'information, 2014, P: 13.

أما في سنة 2006 فقد أبرمت عقد مع بيوتيكنيك التونسية من أجل علم الأمراض، وكذا إبرام عقد مع ميفا السويسرية في نفس السنة وهو عبارة عن ترخيص لتصنيع منتجين مضادين للإلتهاب. كما أبرمت مؤخرا إتفاقية مع الشركة البرتغالية "أترال" حول إنتاج المضادات الحيوية على المدى الطويل وذلك في تاريخ 19 مارس 2014¹.

ويمكن تلخيص مراحل تطور مجمع صيدال في الشكل الآتي:

الشكل رقم (3-4): مراحل تطور مجمع صيدال



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على ماسبق.

ثانيا: إدراج شركة صيدال في البورصة

لقد كان الهدف من دخول صيدال للبورصة هو تطوير وتحسين سمعة المجمع في السوق الوطني والدولي، إضافة إلى محاولة إيجاد مصادر مالية جديدة لتمويل مشاريعها الاستثمارية، فبعد أن إستوفى المجمع الشروط اللازمة للدخول إلى البورصة، والتي تشمل أساسا ما يلي²:

- رأس مال اجتماعي أكثر من 10.000.000 دج، وفتح 20 % منه للإكتتاب.
- تحقيق أرباح خلال السنوات المتتالية السابقة لطلب الدخول.

كما مرت عملية دخول المجمع إلى البورصة بعدة مراحل، نوجزها على النحو التالي:

- في 11 أبريل 1998: قدم مجمع صيدال طلب الدخول إلى البورصة، وقد تم الإمضاء على هذا الطلب من قبل لجنة مراقبة وتنظيم عمليات بورصة الجزائر.
- في 18 أبريل 1998: تم التوقيع على إتفاقية ما بين المجمع ومكتب الدراسات العالمي. والهدف منها هو قيام هذا المكتب بتقييم شركة صيدال حيث دامت مدة هذه الاتفاقية أربع أشهر.

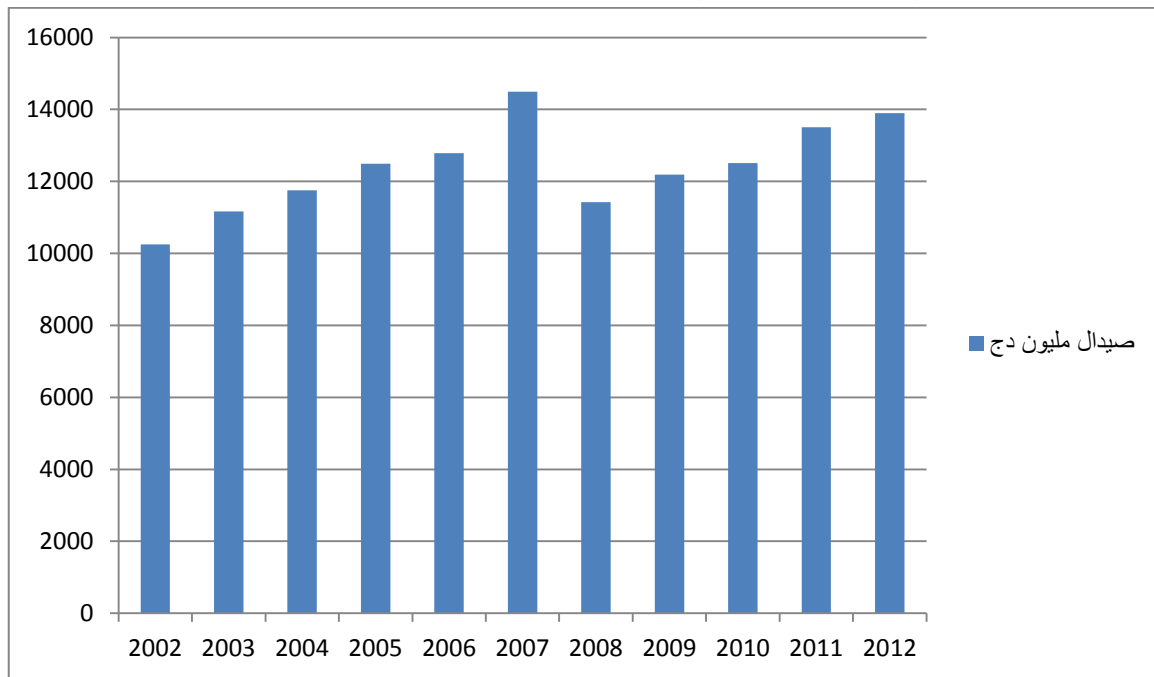
¹ - مجمع صيدال: طموح إلى تطوير الصناعة الصيدلانية الناجعة، من الموقع: www.djazair50.dz/?%2014/04/15، بتاريخ: 2014/04/15.

² - محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد: 12، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013، ص: 06.

الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها

- في 18 جون 1998: حصلت على ترخيص من المجلس الوطني لمساهمات الدولة الذي يسمح لها بالخصوصية الجزئية، حيث قام المجمع بتحضير الوثائق اللازمة لعملية الدخول الفعلي.
- في 22 جوان 1998: عقدت جمعية عامة إستثنائية للمجمع تم من خلالها فتح 20% من رأس ماله من أجل الدخول في البورصة. أي حوالي 500 مليون دج مقسمة على مليوني سهم بقيمة إسمية هي 250 دج للسهم وبسعر ثابت هو 800 دج للسهم.
- حصل مجمع صيدال على تأشيرة الدخول رقم 04-98 في 24 ديسمبر 1998 من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ومن ثم إنتقلت مهام تسيير عملية العرض العمومي للبيع إلى شركة تسيير بورصة القيم المتداولة. وتستمر عملية عرض أسهم الشركة في بورصة الجزائر إلى غاية اليوم.
- حقق معدل نمو رقم الأعمال بالنسبة لشركة صيدال نتائج جيدة إذ شهد إرتفاعاً مستمراً حيث بلغت أعلى نسبة نمو له 13.42% سنة 2007 مما يدل على زيادة أداء الشركة، في حين تراجع في السنة الموالية فإنخفض بنسبة 21.23% ليتحسن من بعدها، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-5): تطور رقم الأعمال لشركة صيدال خلال الفترة (2002-2012)



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد القوائم المالية للشركتان من الموقع: www.cosob.org، بتاريخ 2013/03/04.

الفرع الثاني: تقديم عام لشركة تسيير الأوراسي

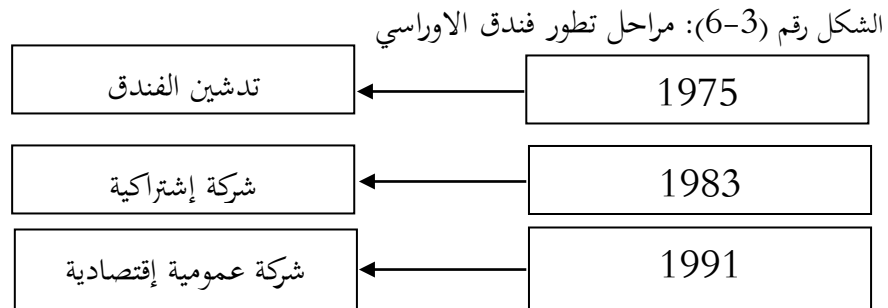
من خلال هذا الفرع سيتم التعرف على شركة تسيير فندق الأوراسي ووقت دخولها إلى البورصة.

أولاً: لمحة تاريخية عن شركة

تم تدشين فندق الأوراسي في 02 جوان 1975 بدرجة خمس نجوم، وأوكلت مهمة تسييره إلى شركة سوناتور إلى غاية 1977، ليصبح بعدها تابعا لشركة أتور وكلف الديوان الوطني للملتقيات والمؤتمرات بمهمة تسييره و ذلك في سنة 1979، ليخضع هذا الفندق بعدها إعادة هيكلة عضوية عام 1983، أين تحول إلى

شركة إشتراكية، وفي 12 فيفري 1991 تحول إلى شركة عمومية اقتصادية، شكلها القانوني شركة ذات أسهم رأس مالها الاجتماعي 40 مليون دينار جزائري وقد ارتفع اليوم رأس مال هذا إلى 1.5 مليار دينار جزائري وهو تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة.

ويمكن تلخيص المراحل التي مر بها الفندق في الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على ما سبق.

ثانيا: إدراج الشركة في لبورصة¹

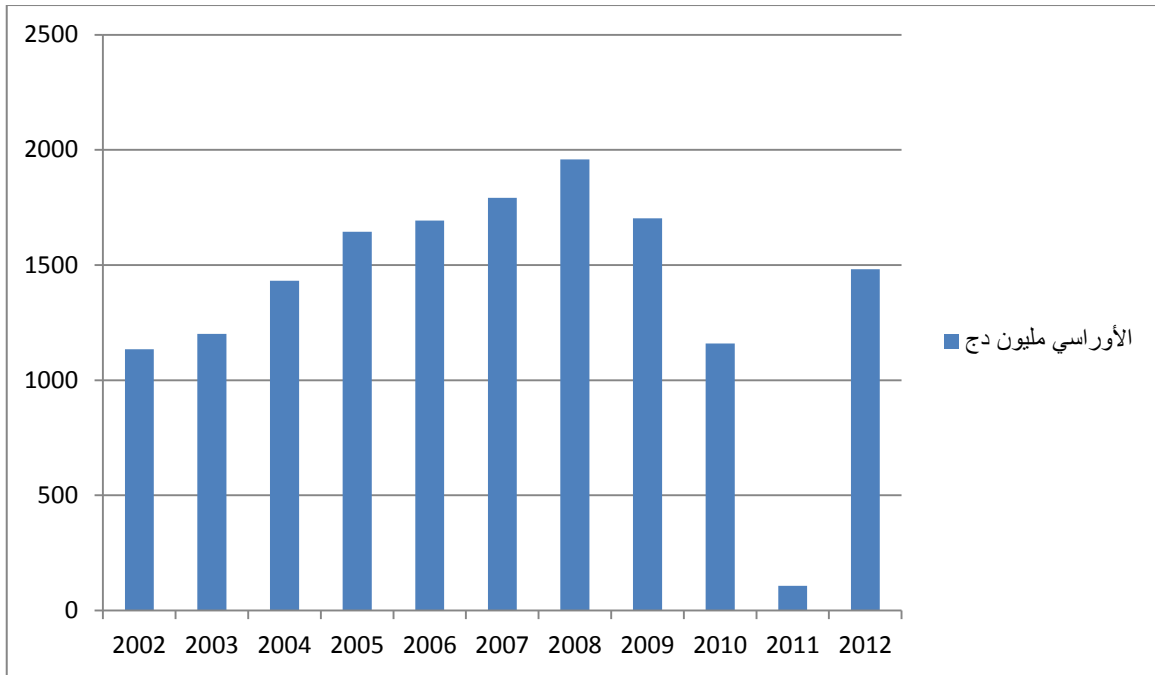
بمقتضى المرسوم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدول، تم تحويل ملكية الفندق إلى الشركة القابضة للخدمات، قد تم اتخاذ قرار إدراج جزء من رأسمال الفندق إلى البورصة بنسبة 20% من رأسماله الاجتماعي أي ما يقدر بحوالي 1200000 سهم، تنفيذا لقرار مجلس مساهمة الدولة في دورته المنعقدة بتاريخ 12 ديسمبر 1998 الذي اختار شركة تسيير فندق الأوراسي من بين الشركات العمومية المراد فتح رأس مالها في إطار عملية الخوصصة.

وقد مرت عملية دخول شركة تسيير فندق الأوراسي بعدة مراحل نوجزها فيما يلي:

- في 24 ماي 1999: تحصلت الشركة على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تحت رقم 01/99.
 - في 15 جوان 1999: تمت عملية العرض العمومي للبيع بقيمة 400 دج جزائري للسهم.
 - في 15 جوان إلى 1 جويلية 1999: خلال هذه الفترة حدث زيادة الطلب عن العرض بنسبة 139.2% الأمر الذي SGBV بإعادة تقسيم وإعادة توزيع الأسهم بطريقة عادلة على المالكين.
 - في 20 جانفي 2000: تم دخول إلى البورصة، وكانت أول تسعيرة في 14 فيفري 2000.
- عرف معدل نمو رقم الأعمال بشركة تسيير فندق الأوراسي وكما هو موضح في الشكل رقم (3-7) تحسنا ملحوظا في هذا المعدل ابتداء من سنة 2002 إلى غاية 2008 أين بلغ 1958.7 مليون دج، ليعرف تذبذبا حادا فيما بعد خاصة سنة 2011.

¹ - موسوعة علمية، من الموقع: www.el-aurassi.com/index_ar.htm date de consultation: 2014/04/25، بتاريخ:

الشكل رقم (3-7): تطور رقم الأعمال لشركة الأوراسي خلال الفترة (2002-2012)



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد القوائم المالية للشركتان، موقع سبق ذكره.

المطلب الثالث: الحوكمة في شركتي صيدال والأوراسي

تلتزم شركتي صيدال والأوراسي كمثل عن شركات المساهمة المسعرة في بورصة الجزائر بالإفصاح عن التقارير المالية وغيرها من المعلومات المتعلقة بنشاطهما.

الفرع الأول: الحوكمة في شركة صيدال

تقوم الشركة بنشر معلومات ذات جودة عالية وتوفيرها بصورة متساوية إلى كل المستعملين (المستثمرون، المحللون،...) والقيام بنشرها في وسائل الإعلام، وتتضمن المعلومات الدورية الكشوف المالية السنوية والسادسية وكذلك رأي محافظ أو محافظي الحسابات حول مدى صحة وقانونية هذه الكشوف وزيادة على ذلك فإن المعلومات الدائمة تخص كل معلومة ذات أهمية أو أي حدث ذي تأثير في النشاط أو في الوضعية المالية للشركة¹. ويتم تقدير مدى جودة المعلومات في المقام الأول من خلال إحترام الآجال القانونية لتوزيعها حيث تقوم الشركة باحترام التنظيم المتعلق بتبليغ الإعلام.

ويجدر التذكير بأنه عند أي تأخير من قبل الشركة بخصوص الإفصاح فإنها تتقدم بطلب إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مثلما حدث في سنة 2009 إذ تقدمت بطلب من أجل تأجيل نشر الكشوف المالية السادسة المتعلقة بهذه السنة لمدة شهر واحد. وكان المبرر بسبب الأشغال المرتبطة بإعداد الحصيلة المزممة إستكمالها قبل عرض نتائجها على أجهزة المداولة القانونية للموافقة عليها.

¹ - La Commission d'Organisation et Surveillance des Opérations de Bourse, **Rapport 2009**, février 2010, p: 47.

وتعتبر مثل هذه الإفصاحات وسيلة لتبليغ نشاطات الشركة والتشجيع على إقبال المستثمرين، ولذلك فهي عبارة عن ضرورة بالنسبة للمصدرين وللمستثمرين على حد سواء لكونها تساهم بصورة لا جدال فيها في إشاعة جو الشفافية من خلال تقديم معلومات دورية وصحيحة ومناسبة.

ومن أجل ضمان تطبيق الحوكمة فإن الشركة تعمل على تحسينها من خلال نشر الإعلام الدوري والتركيز على أهمية الإتصال المالي وإدراج المزيد من الإفصاحات التي تخص:

- الجداول التفصيلية للحصيلة المجمعة وحسابات النتائج.
- المذكرات الملحقة بالكشوف المالية.
- الإفصاحات المتعلقة بتطور بعض الحسابات.
- بعض النسب المتعلقة بالنشاط وبالتوازن المالي والسيولة.

الفرع الثاني: الحوكمة في شركة الأوراسي

عملا على الإلتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات فإن شركة الأوراسي تقوم بتوفير إعلام دائم للمستثمرين عن المعلومات المتعلقة بما فتقدم إفصاحات تخص مايلي:¹

- الإفصاح ضمن القوائم المالية ونشر كشوفها المالية السنوية والسادسية، وكذا الإفصاح حول السياسات المحاسبية المتعلقة بتقييم الإستثمارات، المخزونات،...

- الإفصاح عن تاريخ الشركة وطبيعة نشاطها ومختلف إرتباطاتها والخلافات الحادثة

- الإفصاح على عدد الأسهم المتداولة، عوامل المخاطرة وسياسة التوزيع، حيث يتم اتخاذ قرار التوزيع إستنادا للجمعية العامة للمساهمين.

- الإفصاح في تقرير محافظ الحسابات: حيث يجر هذا الأخير تقريرين، الأول نصف سنوي يتمثل في شهادة محافظ الحسابات والثاني سنوي يتمثل في تقريره حول حسابات الشركة وصحتها المالية.

- الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة: يوفر تقرير مجلس الإدارة معلومات موسعة بشهادة من المختصين حول أعضاء مجلس إدارة الفندق، الرتب والمكافئات، والمصاريف التي حصل عليها رئيس وأعضاء مجلس الإدارة...

- الإفصاح حول الإرتباطات: تظهر الإفصاحات أن فندق الأوراسي لا يمتلك أسهم في شركات أخرى وليس له أي فرع.

كما تفصح الشركة عن مدى تحقيقها للأهداف التي سبق وأن تم وضعها، وعن الإتجاه العام لسوق الخدمات الفندقية أين تقدم تقييم للبيئة التنافسية مع التركيز على ما يميز الفندق عن باقي الفنادق.

وتمثل هذا الإعلام المالي الدوري الجيد والمتوفر ضمنا على شفافية الشركة فهو العنصر الرئيسي في إحلال الثقة لدى المستثمرين أثناء إتخاذهم قراراتهم.

¹ - La Commission d'Organisation et Surveillance des Opérations de Bourse, **Rapport 2008**, avril 2009, p: 45.

المبحث الثاني: دور بورصة الجزائر في ضبط سلوك إدارة شركتي صيدال والأوراسي

عدم دخول الشركات إلى البورصة في بداية نشأتها لا يعد دليلاً كافياً على عدم كفاءة تلك الشركات أو عدم أهليتها للدخول. فقد يكون السبب هو تخوفها من مغامرة الدخول إلى سوق حديثة النشأة تتصف بعدم التطور وعدم الفعالية في أداء وظائفها خاصة فيما يتعلق بالتسعير وتوفير السيولة لذلك لا بد من البحث أولاً في كفاءة إدارة الشركات للإستدلال عن جودة حوكمتها وذلك بإستخدام مؤشرات محاسبية ومالية للكفاءة، ثم التطرق إلى سوق الأسهم الجزائرية عن طريق قياس سيولتها وتقييم أسهم أولى الشركات المدرجة بها (شركتي صيدال والأوراسي) لمعرفة أثر السوق ودوره في ضبط سلوك إدارة هذه الشركات.

المطلب الأول: أثر الوظيفة الاعلامية على كفاءة الإدارة بشركتي صيدال والأوراسي

يستدل على كفاءة الإدارة بالعديد من المؤشرات المالية والمحاسبية التي تقيس كفاءة الإدارة من عدمها، وسيحاول هذا المطلب تقييم أداء إدارة شركتي صيدال والأوراسي المدرجتين في بورصة الجزائر اعتماداً على القوائم المالية المفصح عنها من كليهما وذلك خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2012.

الفرع الأول: تقييم أداء الإدارة بشركتي صيدال والأوراسي

تعتبر النتائج المحققة من قبل الشركات بشكل كبير عن مدى كفاءة الإدارة بها، فبالنسبة للقيمة المضافة لشركة صيدال وكما يوضحها الجدول رقم (3-2) فقد عرفت تطوراً حيث بلغت أقصاها 8497.6 مليون دج وذلك سنة 2009 عما كانت عليه سنة 2002 (2757.2 مليون دج)، لتشهد إنخفاضاً وصل إلى 33.11% ثم تحسنت بعد ذلك إلى غاية سنة 2012 أين وصلت إلى 7963.5 مليون دج، ونفس التفسير تقريباً يمكن أن يقال عن النتيجة الصافية.

ومنه إذا اعتمدنا على هذه المؤشرات للحكم على مدى تقدم أداء الإدارة بشركة صيدال فيمكن القول أن هناك تحسناً في الأداء خاصة في سنة 2009.

في حين شهدت القيمة المضافة لشركة الأوراسي تطوراً فبلغت 1524 مليون دج سنة 2008 عما كانت عليه سنة 2002 (863.1 مليون دج)، وعرفت بعدها تفاوتاً وتذبذباً في القيم ويفسر ذلك بإنخفاض مستوى تقديم الخدمات، ثم إرتفعت بعض الشيء سنة 2012 حيث أصبحت 1110.6 مليون دج وهذا راجع إلى إرتفاع رقم الأعمال في تلك السنة، ونفس التفسير تقريباً بالنسبة للنتيجة الصافية. إذن يمكن القول أن هناك تطوراً في أداء شركة الأوراسي خاصة سنة 2008.

الجدول رقم (3-2): أهم المؤشرات المالية لشركتي صيدال والأوراسي للفترة (2002-2012)

النتيجة الصافية مليون دج		القيمة المضافة مليون دج		المؤشرات السنوات
الأوراسي	صيدال	الأوراسي	صيدال	
249,9	439	863,1	2757,2	2002
301,9	862,5	884,8	3523,4	2003
356,5	1258	1086,6	3979	2004
472,9	996,7	1282	3709,9	2005
679,7	1172	1340,1	4,288	2006
688	1233	1410,2	4911,7	2007
749,2	1328,7	1524	6502,1	2008
830	2875	1297,3	8497,6	2009
112,8	1102,2	868,2	5684,4	2010
-575	2060,5	-809,1	7,084,7	2011
527,9	1965,2	1110,6	7963,5	2012

من إعداد الطالبان بالإعتماد على القوائم المالية للشركتان، موقع سبق ذكره.

كما يوضح الجدول الموالي بعض المؤشرات الأخرى الهامة التي وفرتها الشركتان عن طريق الإفصاح والتي تساعد في الحكم على كفاءة الإدارة بمهاتين الشركتين. بشكل عام نلاحظ من الجدول أدناه أنه وبالنسبة لشركة صيدال هناك تطورا في نتيجة الإستغلال لهذه الشركة حيث بلغت أعظمها سنة 2009 بـ 3592.5 مليون دج وهذا لإرتفاع القيمة المضافة في تلك السنة، لتتخفف وتتفاوت القيم بعد ذلك، أما بالنسبة لنتيجة خارج الإستغلال فقيمها سالبة وفي تفاوت وهذا أمر جيد حيث أن الفرق بينها وبين نتيجة الإستغلال كبير جدا، وهو ما يدل على كفاءة الإدارة بتلك الشركة كونها تعتمد على نتيجة نشاطها الأساسي.

الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها

الجدول رقم (3-3): مؤشرات الحكم على كفاءة الإدارة بشركتي صيدال والأوراسي للفترة (2002-2012)
الوحدة: مليون دج.

السنة	نتيجة الإستغلال		نتيجة خارج الإستغلال		المردودية الإقتصادية*		المردودية المالية**	
	الأوراسي	صيدال	الأوراسي	صيدال	الأوراسي	صيدال	الأوراسي	صيدال
	3720	668,6	-22,5	-57,7	11,51	7,92	13,32	6,67
2003	393,5	1271,6	33,2	-105,3	11,95	14,95	15,23	13,2
2004	535,5	2061,5	-44,8	-529	15,42	21,72	16,46	18,25
2005	707,5	1367,2	-94,4	-139,6	19,76	13,17	20,79	13,75
2006	776,4	1788,2	5	-388,5	22,53	14,54	29,78	16
2007	572,1	1734	287,2	-209,4	15,01	14,6	26,01	14,61
2008	703,5	2108,8	190,4	-301,2	17,34	21,5	24,99	18,31
2009	514,7	3592,5	510,2	-75,3	11,2	29,21	21,04	29,37
2010	-222	1650	-	-	-3,35	12,31	2,85	9,35
2011	-604,3	2624,1	-	-0,00009	-6,7	17,05	-17,73	14,96
2012	675,8	2521,8	-	-4	6,81	15,19	13,96	13,33

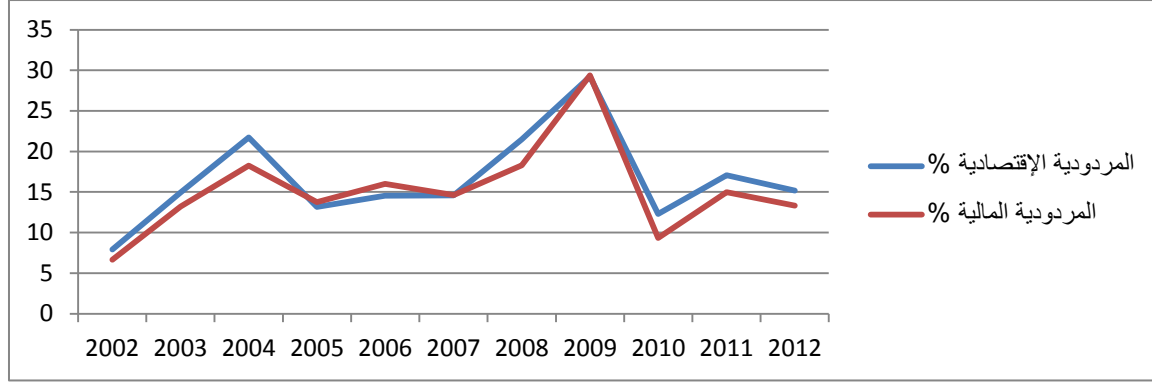
من إعداد الطالبان بالإعتماد على القوائم المالية للشركتان، موقع سبق ذكره.

كما تظهر نسب كل من المردودية الإقتصادية والمالية والممثلة في الشكل رقم (3-8) نتائج جيدة رغم تفاوتها وبلوغ أعلى النسب سنة 2009 وهو ما يؤكد كفاءة الإدارة بهذه الشركة.

* - المردودية الإقتصادية = نتيجة الإستغلال/الأصول الإقتصادية.

** - المردودية المالية = النتيجة الصافية/الأموال الخاصة.

الشكل رقم (3-8): تطور المردودية الاقتصادية والمالية لشركة صيدال خلال (2002-2012)

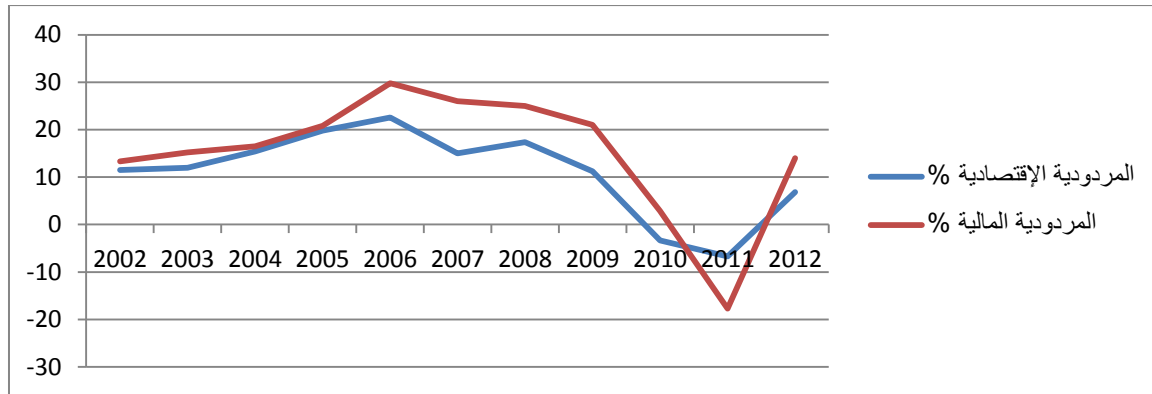


المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على الجدول (3-3).

وعن شركة الأوراسي فنلاحظ من الجدول رقم (3-3) تطورا في نتجية الإستغلال إلى غاية سنة 2008 لتتخفف بعد ذلك حتى وصلت إلى قيم سالبة، كذلك نجد الفرق بين نتجية الإستغلال ونتجية خارج الإستغلال صغير خاصة سنة 2009 وهذا ما يدل على عدم كفاءة الإدارة كونها تعتمد كثيراً على النتجية الإستثنائية (نتجية خارج الإستغلال)، أما عن المردودية الاقتصادية فقد عرفت إرتفاعا في السنوات الأولى لكن إنخفضت بعد ذلك إبتداء من سنة 2009 ووصلت حتى إلى قيم سالبة، وكذا الحال بالنسبة للمردودية المالية التي عرفت هي الأخرى إرتفاعا فإنخفاضا في السنوات الأخيرة. ومنه يمكن إستنتاج عدم كفاءة الإدارة بهذه الشركة.

كما يمكن تمثيل المردودية الاقتصادية والمالية لشركة الأوراسي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-9): تطور المردودية الاقتصادية والمالية لشركة الأوراسي خلال (2002-2012)

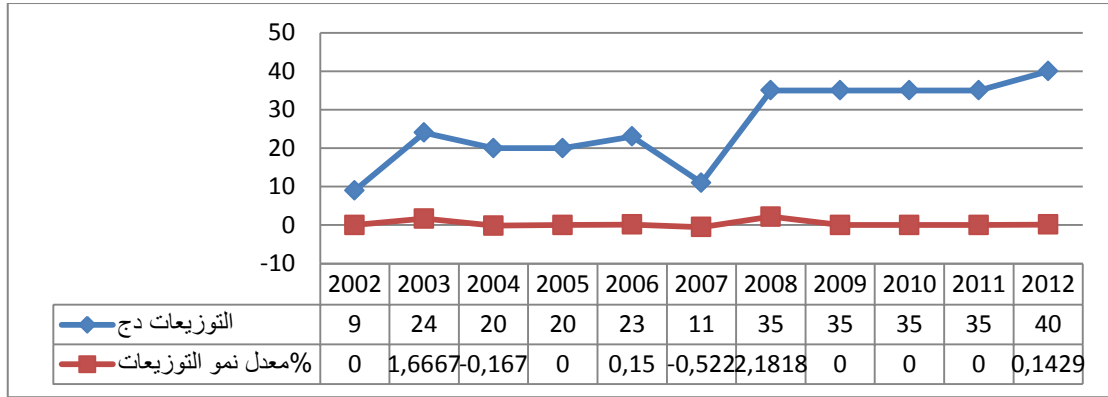


المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على الجدول (3-3).

الفرع الثاني: أثر التوزيعات على الكفاءة الإدارية لشركتي صيدال والأوراسي

ترتبط توزيعات الأسهم بالنتائج المحققة من قبل الشركات، ولهذه التوزيعات أثر كبير على مستقبل تلك الشركات حيث توحى للمستثمرين بالأداء الجيد من عدمه، وقد وصل أدنى مستوى من التوزيعات الخاصة بشركة صيدال إلى 9 دج وذلك سنة 2009، أما أقصى مستوى فقد كان 40 دج في السنة الأخيرة وتفاوت خلال تلك الفترة، فعلى العموم يمكن القول أن توزيعات الشركة كانت مستدامة وهذا راجع إلى نتائجها الجيدة.

الشكل رقم (3-10): تطور توزيعات أسهم شركة صيدال خلال (2002-2012)

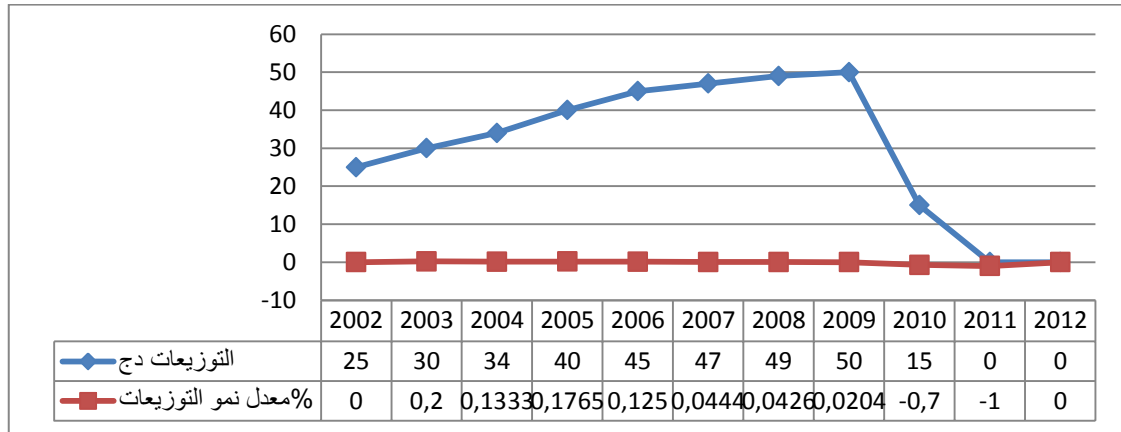


المصدر: من إعداد الطالبتان بالإعتماد على:

- La Commission d'Organisation et Surveillance des Opérations de Bourse, , **Rapport 2012**, p: 65.

في حين حققت توزيعات شركة الأوراسي نتائج جيدة في الفترة الأولى إذ بلغت أعظمها 50 دج في سنة 2009 بعدها تراجعت لتتعدم تماما في السنتين الأخيرتين، وهو راجع إلى نتائج الشركة والتي عرفت تدهورا في السنوات الأخيرة. كما يوضح المنحنى الموالي عدم الإستقرار في التوزيعات بهذه الشركة.

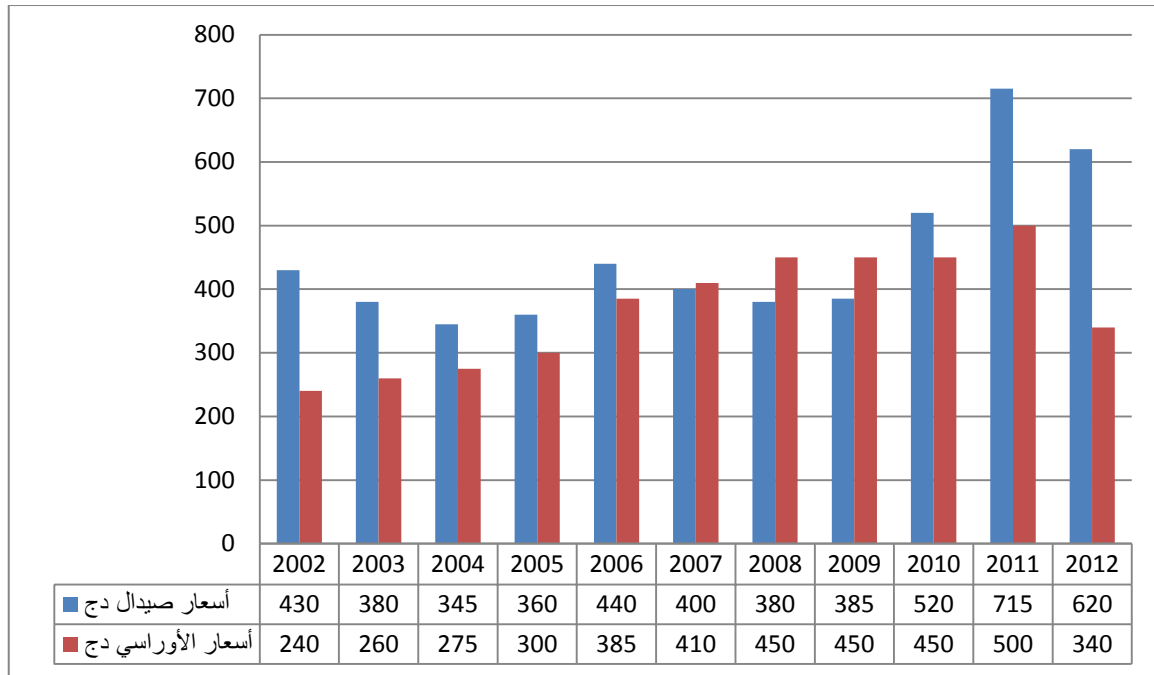
الشكل رقم (3-11): تطور توزيعات أسهم شركة الأوراسي خلال (2002-2012)



المصدر: من إعداد الطالبتين من نفس المرجع السابق.

أما أسعار الأسهم وكما هو موضح في الشكل رقم (3-12) فقد عرفت تفاوتاً من سنة لأخرى، وبالتالي لم تشهد إيجاباً خطياً موحداً.

الشكل رقم (3-12): تغيرات أسعار أسهم شركتي صيدال والأوراسي خلال الفترة (2002-2012)



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على:

- Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, **cours**, à partir du site: www.sgbv.dz, date: 04/03/2014.

المطلب الثاني: أثر سيولة السوق في حوكمة الشركات

يستعرض هذا المطلب مؤشرات سيولة السوق ككل لشركتي صيدال والأوراسي في نقطة أولى، ثم مؤشرات سيولة الأسهم للشركتان فرادى في نقطة ثانية.

الفرع الأول: دراسة مؤشرات سيولة السوق

تعكس سيولة الأسهم سهولة البيع أو الشراء لهذه الأسهم بسرعة ودون أن يؤدي ذلك إلى تغيير كبير في قيمتها السوقية، ويقاس مستوى السيولة في السوق من خلال المؤشرات التالية:

معدل دوران السهم = قيمة الأسهم المتداولة / القيمة السوقية للأسهم

نسبة حجم التداول = قيمة الأسهم المتداولة / الناتج المحلي الإجمالي

نسبة حجم المعاملات = قيمة الأسهم المتداولة / رأس مال السوق

يوضح الجدول الموالي المؤشرات السابقة الذكر خلال الفترة 1999-2012 من نشاط السوق:

الجدول رقم (3-4): تطور مؤشرات السيولة في سوق الأسهم الجزائرية خلال الفترة (1999-2012)

الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها

السنوات	قيمة الأسهم المتداولة* مليون دج	معدل نمو قيمة التداول %	معدل دوران السهم %	نسبة حجم التداول %	نسبة حجم المعاملات %
1999	43.00	-	0.07	0.0013	0.066
2000	350.92	716.09	0.52	0.0094	0.521
2001	251.84	-28.23	0.54	0.0006	0.539
2002	35.94	-85.73	0.11	0.0009	0.112
2003	17.26	-51.98	0.06	0.0004	0.057
2004	8.43	-51.16	0.03	0.0002	0.028
2005	4.19	-50.30	0.04	0.00006	0.040
2006	23.76	467.06	0.35	0.0003	0.354
2007	14.25	-39.94	0.21	0.0002	0.221
2008	21.41	50.04	0.33	0.0002	0.329
2009	13.89	-35.12	0.21	0.0002	0.214
2010	11.99	-13.68	0.15	0.0001	0.152
2011	23.70	97.66	0.16	0.0002	0.158
2012	13.31	-43.84	0.10	0.0001	0.102

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على:

* - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2007، من الموقع: www.cosob.org، بتاريخ: 2014/03/08.

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2009 و2012، نفس الموقع.

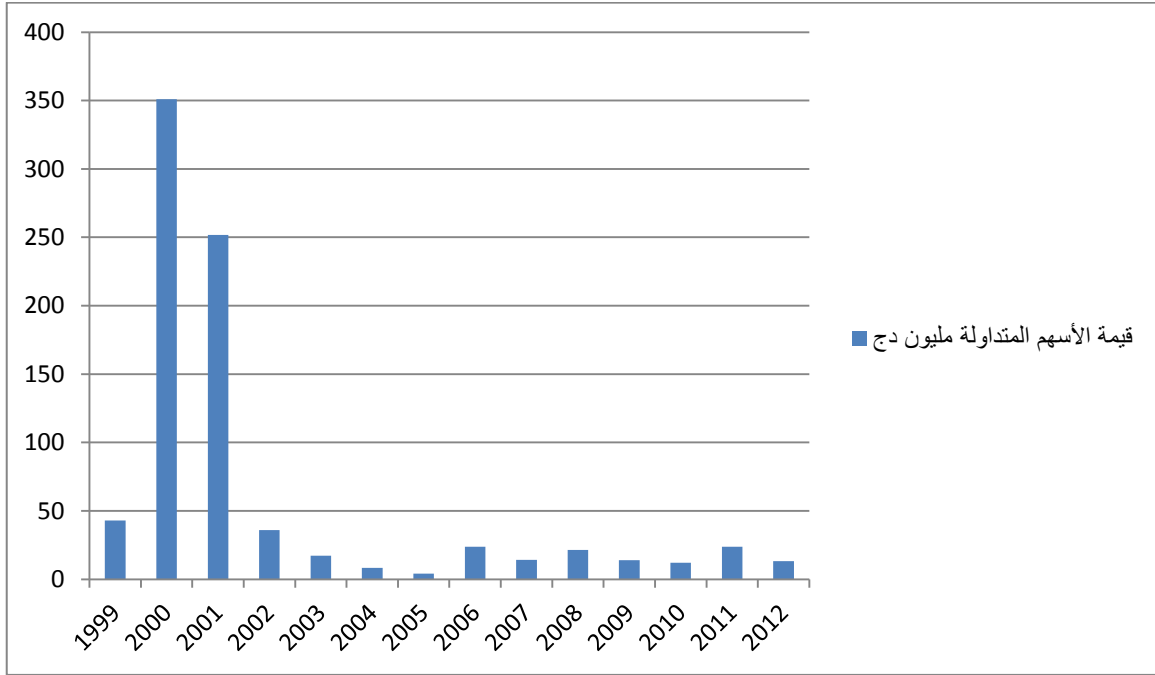
بشكل عام نلاحظ أن معدل دوران السهم قد عرف إنخفاضا مستمرا ابتداء من سنة 2000 إلى غاية 2005 وهو مؤشر ضعيف جدا يدل على إنخفاض تداول الأسهم في البورصة حيث يقل معدل دوران السهم عن الواحد الصحيح مما يعني إنخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، لكن أخذ هذا المؤشر يتحسن بعض الشيء ابتداء من سنة 2006 وسجل أعلى قيمة في تلك السنة، ومع ذلك يعتبر هذا المؤشر ضعيف ما يدل على عدم إمكانية شراء وبيع الأسهم بسهولة، الأمر الذي يعكس إنخفاض سيولة سوق الأسهم الجزائرية بشكل كبير.

كما يتضح جليا التدهور الذي عرفته سوق الأسهم في السيولة بسبب الإنخفاض الحاد في قيمة الأسهم المتداولة كما يوضحها الشكل رقم (3-13) ابتداء من سنة 2000 إلى غاية 2005 لتنتعش بعض الشيء سنة 2006 ثم تتفاوت القيم بعد ذلك فتصل إلى أقصاها سنة 2011 بما يفوق 23 مليون دج. وبدا الإنزلاق واضحا أيضا حيث إنخفضت نسبة حجم التداول وإستمرت كذلك أين بلغت ذروتها في الإنخفاض سنة 2005

الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها

وسجلت بعدها إرتفاعا طفيفا بلغ 0.0002% سنة 2011، نفس الشيء تقريبا يمكن أن يقال عن نسبة حجم المعاملات.

الشكل رقم (3-13): قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم الجزائرية خلال الفترة (1999-2012)



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على الجدول رقم (3-4).

كل ذلك يجعلنا نستنتج أن سوق الأسهم الجزائرية عرفت ضعفا في سيولتها وركودا وتذبذبا في نشاطها خلال الفترات الأولى كما أنها تنمو مؤخرا بمعدل بطيء جدا. وكما هو معلوم تزداد سيولة السوق عند توفير ثلاث مقومات هي:

- عمق السوق: وجود أوامر للتداول مستمرة على الورقة المالية.

- إتساع السوق: وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية.

- سرعة إستجابة السوق: قدرة السوق على علاج أي خلل بين العرض والطلب.

إن قوة البورصة تعتمد بصورة أساسية على القوة المالية للشركات المدرجة فيها، وإذا ما رجعنا إلى بورصة الجزائر يتضح أنها أصغر بورصة سواء بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المسجلة أو بالنسبة لباقي المؤشرات.

الفرع الثاني: مؤشرات سيولة الأسهم للشركتان فرادى

عرف سهم صيدال حجم تداول مرتفع جدا في البداية ليشهد من بعدها إنخفاضا ثم إرتفع بعض الشيء وأخذ في الإستقرار، أما من ناحية القيمة المتبادلة لهذا السهم فكانت أقصاها سنة 2002 لتتراجع من بعدها ثم إرتفعت في السنوات الأخيرة، وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (3-5): حجم المبادلات والقيمة المتبادلة لأسهم صيدال والأوراسي خلال (2002-2012)

الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها

الوحدة: دج.

القيمة المتبادلة		حجم المبادلات		السنوات
الأوراسي	صيدال	الأوراسي	صيدال	
6827460	23839055	27320	47915	2002
6535120	2714740	25356	6148	2003
4743175	616490	17444	1781	2004
2358995	1829205	8242	5245	2005
18121870	5633480	49285	14266	2006
14160515	880000	35064	220	2007
9016275	12398570	21101	31002	2008
4130550	9761345	9179	25521	2019
4222500	7763465	9382	13038	2010
3659945	20044240	7718	29804	2011
3110255	10195255	7048	15031	2012

المصدر: من إعداد الطالبتان بالإعتماد على:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2007، من الموقع: www.cosob.org، بتاريخ: 2014/03/08.

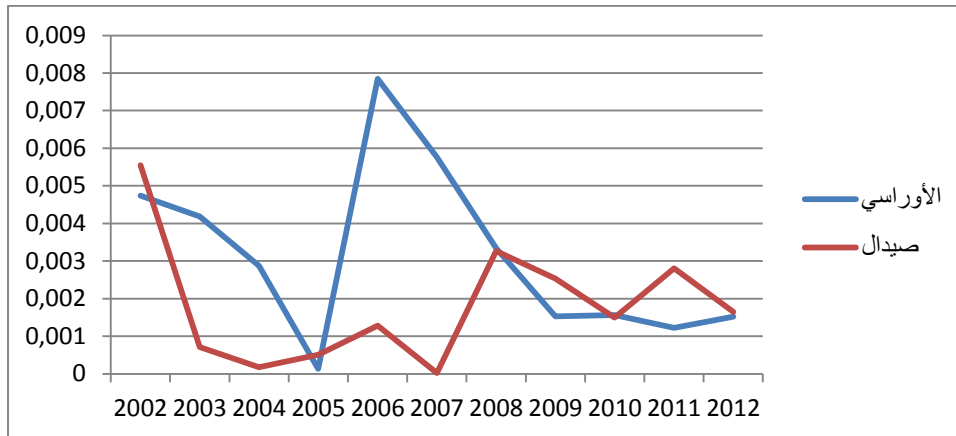
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي: 2011 و2012، نفس الموقع.

في حين لم يعرف سهم الأوراسي حجم تداول مستقر إذ كان هذا الحجم متفاوت بلغ أقصاه سنة 2008 لينخفض من بعدها، أما عن القيمة المتبادلة فهي الأخرى لم تعرف إستقرارا. يتضح أن سهم صيدال عرف إستقرارا خاصة في الفترة الأخيرة على عكس نظيره (سهم الأوراسي) سواء من حيث حجم تداول الأسهم أو من ناحية القيمة المتداولة. وهو ما يدل على درجة التركز في سوق الأسهم الجزائرية والتي تحظى بها أسهم صيدال. أما بالنسبة إلى معدل قيمة الأسهم المتبادلة إلى رأس المال للشركة وكما يوضحه الشكل الموالي فقد عرفت صيدال إستقرارا نوعا ما في هذا المعدل، في حين عرف هذا المعدل بالنسبة لشركة الأوراسي تذبذبا وصل أقصاه سنة 2006 لينخفض فيما بعد.

الشكل رقم (3-14): معدل القيمة المتداولة إلى رأس المال السوقي لشركتي صيدال والأوراسي خلال الفترة

(2012-2002)

الوحدة: دج.



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على رقم (3-5).

المطلب الثالث: تقييم الوظيفة التسعيرية وأثرها على حوكمة شركتي صيدال والأوراسي

يساهم إكتشاف سعر أسهم الشركات موضوع الدراسة في معرفة القيمة الحقيقية لها، لكن ونظرا لعدم توفر المعلومات الكافية التي تساعد في حساب القيمة الحقيقية فإنه سيتم تقييم أسهم شركة صيدال للفترة من 2007 إلى 2010، في حين سيقصر تقييم أسهم شركة الأوراسي على سنة 2010. وقبل ذلك سيتم تحليل التكلفة الوسطية للتمويل باعتبارها تساعد في التقييم ومعرفة أثرها على الشركات.

الفرع الأول: التكلفة الوسطية للتمويل

عرفت تكلفة الوسطية المرجحة لشركة الأوراسي إنخفاضاً بسبب لجوء الشركة للرفع المالي، حيث حصلت على قروض أكثر وهذا دلالة على التقييم المبالغ فيه من طرف البنوك مقارنة بشركة صيدال التي شهدت إرتفاعاً في التكلفة الوسطية للتمويل نتيجة إعتماها على رأس مالها الخاص أين كان الوزن النسبي له مرتفع. والجدول الموالي يوضح كل ما سبق.

الجدول رقم (3-6): التكلفة الوسطية للتمويل لكل من صيدال والأوراسي خلال (2012-2002)

K		Wd		Wcp		
الأوراسي	صيدال	الأوراسي	صيدال	الأوراسي	صيدال	
4.14	4.4	30.63	24.10	69.36	75.90	2007
4.38	6	26.12	36	73.88	74	2008
4.24	5.7	26.23	20.40	73.76	79.60	2009
2.55	12.5	40.48	12.10	59.51	87.90	2010

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على القوائم المالية للشركتان، موقع سبق ذكره.

الفرع الثاني: أثر تقييم السعر العادل لأسهم شركتي صيدال والأوراسي في ضبط سلوك الإدارة

الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها

تختلف القيمة الحقيقية لأسهم الشركتين عن سعرها السوقي وهو ما يؤثر على الإدارة لتحسين أدائها والرفع من كفاءتها.

أولا: تقييم السعر العادل لأسهم شركة صيدال وأثره على سلوك إدارتها

تحديد سوق الأسهم الجزائرية لأسعار أسهم شركة صيدال لا يعبر بالضرورة عن القيمة الحقيقية لتلك الأسهم، فقد تكون هذه الأخيرة أقل أو أعلى من سعرها السوقي. وقبل التطرق إلى حساب القيمة الحقيقية لابد من احتساب العائد الكلي للسوق و الذي يحتسب وفقا للعلاقة التالية:

$$\text{العائد الكلي للسوق} = \text{عائد رأسمالي} + \text{عائد إيرادي} \times 100$$

يوضح الجدول الموالي كيفية احتساب العائد الكلي لسوق الأسهم الجزائرية كما يلي:

الجدول رقم (3-7): العائد الكلي لسوق الأسهم الجزائرية خلال الفترة (2007-2010)

الوحدة: دج.

السنوات	رسملة السوق	إجمالي الأرباح	عائد إيرادي %	المؤشر*	عائد رأسمالي %	العائد الكلي %
2007	6460000000	392000000	6,07	67,2	0,45	6,52
2008	6500000000	294000000	9,91	64,6	-3,87	6,04
2009	6550000000	650000000	9,92	63,8	-1,24	8,69
2010	7900000000	440000000	5,57	74,36	16,55	22,12

*- المؤشر المستخدم هنا هو ذلك الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لأنه يعطي نتائج أقرب للواقع.

بعد احتساب العائد الكلي يمكن حساب القيمة الحقيقية لأسهم شركة صيدال كما يوضحه الجدول التالي ومقارنتها بالسعر السوقي لها، علما أن R_f سنة 1999 كانت 6%¹ وإنخفضت سنة 2005 إلى 5%² وهي مؤخرا (2013) 3%³ لذلك ولغياب المعطيات حول هذا المتغير تم تحديده ب4% للسنوات 2009-2007 على أساس أنها أخذت إتجاها خطيا في الإنخفاض.

الجدول رقم (3-8): القيمة الحقيقية لأسهم شركة صيدال خلال الفترة (2007-2010).

الوحدة: دج.

¹- Abdelkader Gliz, **Le Problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marche**, les cahiers du cread n 54, Alger, 2000, à partir du site: www.esc-alger.dz/.../gliz

²- نادية عيساوي، **تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية: دراسة حالة المؤسسة العمومية لإنتاج الحليب ومشتقاته**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004-2005، ص: 154.

³- **Notice d'information NCA-Rouïba Spa**, p: 12

الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها

P	V	g**%	Div	K	KD%	KA%	β^*	Rf%	Rm%	السنوات
400	57,60	-12,34	11	4,4	1,3	3,1	0,051	4	6,52	2007
380	555,76	-0,28	35	6	2,9	3,1	0,064	4	0,65	2008
385	585,72	-0,26	35	5,7	1,8	3,9	0,196	4	8,69	2009
520	274.31	-0,23	35	12,5	1,6	11,1	0,495	3	22,12	2010

المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على:

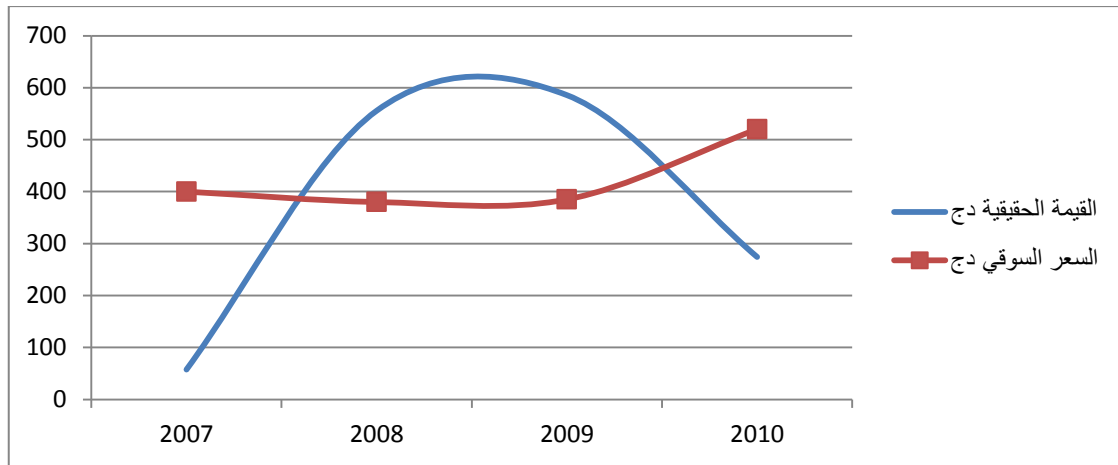
- القوائم المالية للشركة، موقع سبق ذكره.

*- حسب β بالإعتماد على المؤشرات التي يحتسبها صندوق النقد العربي والأسعار الخاصة بالأسهم.

*- حسب معدل النمو إنطلاقاً من اتجاه عام لنمو التوزيعات.

تظهر نتائج الجدول أن هناك مغالاة في سعر السهم لسنة 2007 إذ أن القيمة الحقيقية للسهم منخفضة وهذا راجع إلى قلة التوزيعات نظراً للنتائج المتدنية والمحقة من قبل الشركة في هذه السنة ما يدل على عدم كفاءة الإدارة رغم سعر السهم المرتفع، مما حفز الإدارة على زيادة وتحسين كفاءتها لتحقيق نتائج أفضل وهو ما حصل فعلاً سنتي 2008 و 2009 إذ شهدت القيمة الحقيقية إرتفاعاً فاق السعر السوقي للسهم بكثير حيث زادت توزيعات الشركة بسبب تحقيقها لنتائج جيدة. أما سنة 2010 فقد إرتفع سعر السهم في السوق من جديد. يوضح الشكل الموالي المقارنة بين أسعار الأسهم وقيمتها الحقيقية للشركة خلال (2010-2007).

الشكل رقم (3-15): المقارنة بين القيمة الحقيقية والسعر السوقي لأسهم شركة صيدال خلال الفترة (2010-2007)



المصدر: من إعداد الطالبان بالإعتماد على الجدول رقم (3-8).

ثانياً: أثر تقييم سعر أسهم شركة الأوراسي في ضبط سلوك الإدارة

الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها

إفصاح السوق عن سعر السهم ومنح فرصة تقييمه يحفز الإدارة على زيادة كفاءتها وتحسين أداءها خوفاً من الإستيلاء عليها وتفكيكها، ويوضح الجدول التالي القيمة الحقيقية لأسهم شركة الأوراسي لسنة 2010. الجدول رقم (3-9): القيمة الحقيقية لأسهم شركة الأوراسي لسنة 2010

P	V	g**%	Div	K	KD %	KA %	β^*	Rf%	Rm%	السنوات
450	327,20	-1,95	15	2.545	0,753	1,792	0,059	3	6,52	2010

المصدر: من إعداد الطالبتان بالإعتماد على:

- القوائم المالية للشركة، موقع سبق ذكره.

*- حسب β بالإعتماد على المؤشرات التي يحتسبها صندوق النقد العربي والأسعار الخاصة بالأسهم.

** - حسب معدل النمو إنطلاقاً من إتجاه عام لنمو التوزيعات.

تبين النتائج أعلاه أن سعر سهم شركة الأوراسي لسنة 2010 فاق قيمته الحقيقية وهذا بسبب النتائج المتدنية التي حققتها الشركة مما يدل على عدم كفاءة الإدارة، وهو ما يدفع المستثمرين إلى إقتناء أسهمها من أجل حوكمة الشركة وبالتالي تحقيق نتائج أفضل، لكن بعد ذلك (أي سنتي 2011 و2012) إنعدمت توزيعات الشركة كما إنخفض السعر السوقي في سنة 2012 وهو ما يوحي بإمكانية الإستحواذ عليها من قبل المنافسين.

خلاصة:

الفصل الثالث: أثر بورصة الجزائر على حوكمة عينة من الشركات المدرجة فيها

- إنطلاقاً من هذه الدراسة التطبيقية والمتمحورة حول أثر بورصة الجزائر على حوكمة شركتي صيدال والأوراسي أصبح بالإمكان عرض النتائج التالية:
- يتواجد ببورصة الجزائر عدد قليل من الشركات المسجلة بها مقارنة مع البلدان الناشئة الأخرى، حيث تضم سوق الأسهم الجزائرية أربعة شركات فقط.
 - تظل قيمة التداول في سوق الأسهم الجزائرية ضعيفة جداً، بسبب قلة الطلب مما أدى إلى قلة النشاط التداولي، وقد عرفت سوق الأسهم الجزائرية ضعفاً في سيولتها وركوداً وتذبذباً في نشاطها خلال الفترات الأولى كما أنها تنمو مؤخراً بمعدل بطيء جداً.
 - تعتبر التوزيعات بالنسبة للمستثمر مصدر للمعلومات للحكم عن كفاءة الإدارة، فزيادة الأرباح الموزعة تعطي صورة جيدة عن الشركة لدى المتعاملين، مما يؤدي إلى الإقبال على أسهمها ومنه إرتفاع قيمتها.
 - تتمتع أسهم صيدال بدرجة تركيز في سوق الأسهم الجزائرية بسبب إستقرار كل من حجم التداول والقيمة المتداولة على عكس أسهم الأوراسي التي عرفت تذبذباً من حيث مؤشرات السيولة.
 - التوزيع غير المستدام غير ممكن بدون حوكمة وإذا لم ترشد الإدارة سلوكها وتوقفت التوزيعات فهذا يوحي بعدم كفاءة الإدارة وفتح مجال الإستلاء عليها من أجل حوكمتها.
 - سوق الأسهم الجزائرية إستطاعت ترشيد سلوك إدارة شركة صيدال من خلال تحفيز هذه الأخيرة على تحسين نتائجها وزيادة توزيعاتها.
 - إنعدام توزيعات الأوراسي في السنتين الأخيرتين والذي كشفت عنه السوق يوحي للمستثمرين بعدم كفاءة الإدارة ما أدى إلى إنخفاض أسعار أسهمها بسبب نفور الطلب عليها.
 - تحظى شركة فندق الأوراسي بمستوى حوكمة ضعيف وهذا مؤشر سلبي لعدم كفاءة الإدارة على عكس نظيرتها شركة صيدال التي تحظى بمستوى من الحوكمة.

الخاتمة:

جاءت هذه الدراسة لبيان أثر سوق الأسهم في ضبط سلوك إدارة الشركات المدرجة فيها وذلك من خلال الوظائف الاقتصادية الهامة لهذه السوق في ترشيد وضبط سلوك الإدارة وبسبب تنوع آليات الرقابة على حوكمة الشركات وتعدد مصادرها، فإن تنفيذها يتطلب وضع إطار شامل لها يأخذ بعين الاعتبار تحقيق مصالح المساهمين في الشركات.

ولقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج، أهمها:

- تعد درجة تطبيق حوكمة الشركات دليلاً ومؤشراً للمستثمرين للاستثمار في أسهم الشركات التي تملك حوكمة جيدة، وذلك لأهمية الحوكمة على تحسين ربحية الشركات.
- التوزيعات هي بمثابة دخل جاري للملاك يتلقوه كمردود ملموس عن استثمارهم في الشركة.
- تعتبر التوزيعات بالنسبة للمستثمر مصدر للمعلومات للحكم عن كفاءة الإدارة، فزيادة الأرباح الموزعة تعطي صورة جيدة عن الشركة لدى المتعاملين، مما يؤدي إلى الإقبال على أسهمها ومنه ارتفاع قيمتها.
- كلما كان هناك تماثل في المعلومات والإفصاح والشفافية بين الإدارة والملاك هذا يجد من تعارض المصالح بينهما، وعمل الإدارة لصالح الملاك.
- هناك عدة أساليب تتبع لجعل الإدارة تعمل لصالح المساهمين عن طريق الرقابة الخارجية المفروضة من طرف السوق والمؤسسات المالية...، أما الرقابة الداخلية فتكون في شكلين، الأول يتمثل في تحفيز المديرين من خلال ربط مستوى أداؤهم بمكافأتهم وجعلهم من بين الملاك والثاني عن طريق فرض جزاءات عليهم ومعاقبتهم لعدم كفاءتهم والعمل بما يخدم مصالح مختلف الأطراف.
- قد تعترض سوق الأسهم بعض المعوقات التي تحول دون أداء وظيفتها وفشلها في أن تعكس الصورة الحقيقية للشركات المدرجة فيها.
- التوزيع غير المستدام غير ممكن بدون تسيير رشيد، فإذا لم تحسن الإدارة التصرف، وتوقفت التوزيعات أو انخفض مستواها فهذا يوحى بعدم كفاءة الإدارة، وهذا ما يفتح المجال للمتربصين للاستلاء على الشركة ويهدد الإدارة بالطرده.
- تحظى شركة فندق الاوراسي بمستوى حوكمة ضعيف وهذا مؤشر سلبي لعدم كفاءة الإدارة على عكس نظيرتها شركة صيدال التي تحظى بمستوى حوكمة جيد.

الاقتراحات:

- يجب على شركة فندق الاوراسي أن يكون لها أداء مالي معقول ومبشر في المستقبل حتى تعكس قيمة للسهم بشكل فعلي مستوى الأداء في الشركة.
- ضرورة التزام الشركة بمعايير قياس حوكمة الشركات (انضباط الإدارة، الإفصاح والشفافية، الاستقلالية، المساءلة، العدالة، الوعي الاجتماعي، المسؤولية).
- يجب استغلال أموال الشركة في أوجه تعظيم ثروة الشركة وذلك بتوجيهها إلى استثمارات مربحة وتدر عوائد جيدة للشركة والمساهمين وهذا بحكم ثقة المستثمرين في الإدارة .
- على الشركة أن تقوم بزيادة مكافآت لتشجيع الإدارة وعلاوات لتشجيع العمال.
- بما أن الشركة مدرجة في البورصة يجب أن تعمل على أن تكون نتائجها تعكس قيمة أسهمها في السوق.

التوصيات:

- زيادة وضع القوانين التي تكفل حماية صغار المساهمين، بما لها من أثر إيجابي على الشركة، مثل تخفيض نسبة ملكية المساهمين الذين يحق لهم الدعوة لعقد اجتماع الجمعية العامة للشركة لمناقشة الأمور الهامة.
- ينبغي أن تعمل الشركات المدرجة في سوق على رفع مستوى ممارسة حوكمة الشركات لتشجيع المستثمرين على الاستثمار في هذه الشركات التي توفر الحماية للمساهمين والشفافية في التقارير المالية، والاستقلالية لمجلس الإدارة.
- إجراء دراسات وأبحاث تشمل جميع الشركات المدرجة في سوق الأسهم بكل قطاعاتها لتصبح نتائج هذه الدراسات دليلا للمستثمرين في تقييم ربحية هذه الشركات. وكذلك لتعرف الشركات بمستوى الحوكمة التي تطبقها.
- أن تحرص شركات المساهمة على عدم وجود تعارض بين الإدارة والمساهمين، وذلك من خلال عقد لقاءات دورية مع المساهمين..
- الاهتمام ببرامج التوعية المتعلقة بتطبيق الحوكمة.
- العمل على توفير متخصص في مجال تطبيق الحوكمة بالشركات.
- الدعوة لتدريس موضوع حوكمة الشركات في الدراسات العليا والجامعات الجزائرية نظرا لحدثة هذا الموضوع على الساحتين الأكاديمية والاقتصادية لتأثيره على الشركات بشكل عام.



الملاحق

الملخص:

تعرضت هذه الدراسة إلى أثر سوق الأسهم في ضبط سلوك الإدارة وتفعيل حوكمة الشركات، وذلك بالتزام السوق بالقيام بوظائفها بإعتبارها أهم الأدوات والآليات الجيدة التي من شأنها التأثير في سلوكيات الإدارة، وكذا الكشف عن حقيقة الأوضاع المالية للشركات المدرجة فيها، كما قمنا بإسقاط هذه الدراسة على بورصة الجزائر بدراسة الأثر الذي تحدثه سوق الأسهم الجزائرية في ضبط سلوك إدارة شركتي صيدال والأوراسي. وللوصول إلى ذلك إستعملنا المنهج الوصفي التحليلي ولقد أظهرت الدراسة النتائج التالية:

- تعد درجة تطبيق حوكمة الشركات دليلا ومؤشرا للمستثمرين للإستثمار في الشركات التي تملك حوكمة جيدة.

- هناك عدة أساليب تتبع لجعل الإدارة تعمل لصالح المساهمين أهمها الرقابة الخارجية المفروضة من طرف السوق، وكلما كان هناك تماثل في المعلومات والإفصاح والشفافية بين الإدارة والملاك هذا يحد من تعارض المصالح بينهما.

- التوزيع غير المستدام غير ممكن بدون حوكمة وإذا لم ترشد الإدارة سلوكها وتوقفت التوزيعات فهذا يوحي بعدم كفاءة الإدارة وفتح مجال الاستلاء عليها من أجل حوكمتها.

- سوق الأسهم الجزائرية إستطاعت ترشيد سلوك إدارة شركة صيدال من خلال تخفيض هذه الأخيرة على تحسين نتائجها وزيادة توزيعاتها ما يدل على كفاءة إدارة الشركة وتوفرها على مستوى من الحوكمة، على عكس نظيرتها شركة الأوراسي التي تحظى بمستوى حوكمة ضعيف وهذا مؤشر سلبي على عدم كفاءتها.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات - سوق الأسهم - ضبط سلوك الإدارة - الرقابة الخارجية - الإفصاح المالي - القيمة الحقيقية للأسهم.